

FACULTÉ DE DROIT DE L'UNIVERSITÉ DE PARIS

LE CONTRÔLE
DU
MARCHÉ FINANCIER DE PARIS
PAR LES
POUVOIRS PUBLICS

THÈSE POUR LE DOCTORAT

Présentée et soutenue le Jeudi 19 Mai 1927, à 14 heures

PAR
André DESMAISONS

Président : M. GERMAIN MARTIN, Professeur

*Suffragants : } M. HITIER, Professeur
 } M. ALLIX, Professeur*

IMPRIMERIE ANATOLE ANGOT
29, Rue de Paris, Palaiseau (Seine-&-Oise)

Téléphones 53

—
1927



Digitized by the Internet Archive
in 2026

THÈSE

POUR LE DOCTORAT

La Faculté n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans les thèses ; ces opinions doivent être considérées comme propres à leurs auteurs.

FACULTÉ DE DROIT DE L'UNIVERSITÉ DE PARIS

LE CONTRÔLE
DU
MARCHÉ FINANCIER DE PARIS
PAR LES
POUVOIRS PUBLICS

THÈSE POUR LE DOCTORAT

Présentée et soutenue le Jeudi 19 Mai 1927, à 14 heures

PAR
André DESMAISONS

Président : M. GERMAIN MARTIN, Professeur

Suffragants :

}	<i>M. HITIER, Professeur</i>
	<i>M. ALLIX, Professeur</i>

PALAISEAU
IMPRIMERIE ANATOLE ANGOT

1927



INTRODUCTION

La présente étude a pour objet de définir, d'interpréter et de commenter le contrôle organisé par les Pouvoirs Publics du pays sur le marché financier de Paris. Mais le contrôle est nécessairement fonction de la nature, de l'importance et du fonctionnement du marché, c'est-à-dire de son organisation technique et du rôle qu'il joue dans l'économie nationale.

Nous consacrons un premier chapitre à l'exposé historique du marché de Paris et à son contrôle organisé à partir du xiv^e siècle.

Le deuxième chapitre traitera du rôle économique des valeurs mobilières, de la question relative à l'organisation du marché parisien et de la fonction qu'il remplit dans l'économie française.

Nous aurons ensuite à examiner, dans un troisième chapitre, quelles sont les modalités du contrôle des Pouvoirs Publics sur le marché financier et à rechercher l'esprit qui a inspiré le législateur et l'administration dans l'établissement du contrôle. Une distinction sera faite entre les valeurs françaises et les valeurs étrangères qui sont soumises à des régimes entièrement différents. Pour chacune de ces deux catégories, il y aura lieu d'étudier successivement les différents aspects du contrôle des Pouvoirs Publics en périodes normales et en périodes troublées, notamment au cours de la dernière guerre.

Une section de ce chapitre sera spécialement consacrée à l'admission à la cote des valeurs coloniales. Elle est, en effet, particulièrement intéressante à deux points de vue : elle intéresse au premier chef, d'une part, la mise en valeur de nos colonies, liée elle-même au redressement économique et financier du pays ; elle touche, d'autre part, à la délicate question de la protection de l'épargne. Au surplus, les débats parlementaires consécutifs à la discussion du budget de 1927 ont mis en pleine lumière l'intérêt général qui s'attache à cet aspect particulier du marché parisien.

Il est certain, d'une manière générale, que le rôle du marché des valeurs mobilières voit son importance grandir sans cesse, dans la formation de l'économie des nations modernes. Car l'expérience du dernier demi-siècle démontre, sans contestation possible, que la valeur mobilière devient, de plus en plus, la condition essentielle de la production, que toutes les grandes affaires ont besoin — pour se développer et pour prospérer — d'être constituées sous la forme de sociétés de capitaux.

La valeur mobilière apparaît comme le meilleur débouché pour l'épargne qui, importante ou minime, désire la variété des placements, leur réalisation facile et rapide, des chances sérieuses de gains appréciables.

Or, si la valeur mobilière est, dans l'état actuel du développement de l'économie mondiale, la représentation la plus séduisante des grandes entreprises, elle doit nécessairement présenter, pour satisfaire à son but, un large marché financier. Ce marché financier, seule, une Bourse active, allant, peut le lui assurer. On peut justement dire — en ayant recours à une comparaison peut-être banale mais qui ne cesse de nous paraître très exacte — que la Bourse doit naturellement jouer, dans l'organisation économique d'un pays, le même rôle que le cœur dans la physiologie du corps humain, c'est-à-dire un

rôle de circulation des richesses, de stimulant et d'équilibre des forces économiques.

La Bourse a donc un rôle capital à jouer. Pour pouvoir s'en acquitter d'une manière conforme à l'intérêt général, elle doit stimuler l'épargne nationale en lui donnant des occasions nombreuses d'effectuer de bons placements, aiguiller les capitaux vers les entreprises nationales qui en ont besoin, et attirer, suivant les circonstances, les capitaux étrangers dans la mesure où ceux-ci apparaissent utiles à l'économie du pays.

La question de la réglementation et du contrôle du marché financier se pose, en fait, à raison même de l'importance économique et sociale de ce marché. Car, selon qu'elle fonctionne bien ou mal, la Bourse peut favoriser ou risquer, au contraire, de détraquer la vie économique.

Au cours de la présente étude, nous aurons à examiner si le régime actuel de la Bourse permet de contrôler et de diriger le marché dans un sens favorable à l'économie nationale, si une action plus énergique du Gouvernement serait désirable et, dans l'affirmative, sous quelle forme et par quels moyens elle devrait s'exercer.

Nos conclusions se dégageront d'elles-mêmes du développement affecté aux diverses parties de cette étude. Elles traduiront notre sentiment que le marché financier de Paris doit être mis en mesure de reconquérir la place qu'il occupait avant la guerre, en tête des grands marchés financiers du monde.

Réglementation, soit; mais seulement dans la mesure où elle est nécessaire pour sauvegarder l'ordre public et assurer la régularité des transactions, car le marché financier de la capitale d'un grand pays a besoin de liberté et de souplesse pour remplir, dans les meilleures conditions, le rôle naturel qui est le sien : développer l'activité économique de la nation

pour le plus grand bien de toutes les forces qui travaillent et qui produisent.

La création de la valeur mobilière a été une conquête indiscutable de la civilisation au cours du dernier demi-siècle. Le marché financier de Paris doit organiser cette conquête dans l'intérêt individuel bien compris de tous les Français et dans l'intérêt général de la France. Et nous voudrions placer, en exergue de cette étude, les lignes d'un grand économiste, M. Léon Say, qui nous ont déterminé dans le choix du sujet de notre thèse :

« On envoie aujourd'hui, dans une lettre, de France en Angleterre, d'Angleterre au Canada, de Hollande aux Indes, et réciproquement, les mines, les fabriques, les chemins de fer, tout ce qui se possède en un mot. La chose reste immobile, mais son image est sans cesse transportée d'un lieu dans un autre; c'est comme un jeu de miroir qui enverrait un reflet au bout du monde : le miroir s'incline et le reflet va frapper plus haut, plus bas, à droite, à gauche. La chose est dans un lieu, mais on en jouit partout : qui en a le reflet la possède. »

La valeur mobilière est une création géniale. Mais la valeur mobilière n'est rien ou peu de chose sans marché financier. De l'organisation de celui-ci dépend, en dernière analyse, la diffusion, le développement, les possibilités de renouvellement économique de celle-là.

Voilà pourquoi nous avons pensé qu'il pouvait ne pas être sans intérêt de consacrer ces modestes pages à la question du contrôle des Pouvoirs Publics sur le marché financier qui doit redevenir le premier du monde, le marché parisien.

CHAPITRE PREMIER

EXPOSÉ HISTORIQUE

SECTION I. — Période comprise entre 1304 et la Révolution

L'histoire des Bourses remonte à l'origine du commerce lui-même, mais les Bourses n'ont pas toujours existé. Les marchés et les foires, dont l'importance était très grande, sont leurs ancêtres : de tout temps et dans tous les pays, les hommes ont eu la coutume de se réunir pour échanger leurs produits. Ces marchés et foires concordaient presque toujours avec une fête religieuse et se formaient le plus souvent dans des lieux de pèlerinage.

Mais la vie moderne ayant ses exigences, les foires et marchés, dont l'existence est intermittente, ne rendent plus les mêmes services, et sont détrônés par des marchés permanents qu'on appellera plus tard « Bourses ».

Le nom de Bourse se généralisera seulement au ^{xiv}^e siècle, et c'est des Flandres qu'il nous vient.

Savary (1) dit à ce sujet : « On prétend que l'origine du mot de Bourse, qu'on donne aux places où s'assemblent les marchands pour les affaires et négociations du commerce, vient de la ville de Bruges en Flandre, où ces assemblées se tenaient près de l'Hôtel des Bourses, ainsi nommé d'un seigneur de l'ancienne et noble maison des Bourses, nommé « Van der Bourses » (2), qui l'avait fait bâtir et qui en avait

(1) Savary, Dictionnaire du Commerce.

(2) Van der Bourse, d'après M. Thaller,
Van der Burse, d'après d'autres auteurs.

orné le frontispice de l'écusson de ses armes, chargé de trois bourses, qu'on assure qu'on voit encore aujourd'hui sur ce bâtiment, qui a subsisté jusqu'à présent. »

Cependant, si pour la place de Paris, le nom de Bourse ne fut employé pour la première fois qu'en 1720, à propos de la fermeture de l'assemblée des Agents de Change établie à l'Hôtel de Soissons, on peut remarquer qu'un Edit de 1549 portait création d'une Bourse à Toulouse. Le mot était donc connu et sans doute employé, mais il n'avait pas encore droit de cité.

Mais, dans notre ancienne France, avant de pouvoir examiner la situation des Bourses et plus particulièrement de celle de Paris, il nous faut étudier la situation qui fut faite aux agents de change.

Le lieu de réunion des agents de change fut, bien des fois, sujet à changements.

Le texte le plus ancien sur la matière qui fait l'objet de notre présente étude est une Ordonnance de Philippe le Bel, datée de février 1304, qui fixe « que le change de Paris sera sur le Grand Pont, du côté de la Grève, entre la grande arche et l'église de Saint-Leufroy ». Ce pont est celui qu'on appelle encore aujourd'hui le Pont-au-Change. De là, le change ira dans la grande cour du Palais de Justice, dite Cour de Mai, puis dans la rue Quincampoix, et, en attendant leur transfert à l'Hôtel de Soissons, en 1720, les réunions eurent lieu sur la Place Louis-le-Grand (Place Vendôme).

En 1724, la Bourse est installée rue Vivienne, à l'Hôtel de Nevers, aujourd'hui la Bibliothèque Nationale, où elle demeure jusqu'en 1793, date de sa fermeture.

En 1794, de nouveau rétablie, la Bourse est installée au Louvre, dans les anciens appartements d'Anne d'Autriche.

L'année suivante, elle est fermée et rouverte à partir du 12 janvier 1796 dans l'Eglise des Petits-Pères. Elle se tient successivement au Palais-Royal, Galerie de Virginie, dans le

Palais de l'ancien Tribunal, puis dans un bâtiment situé dans l'Enclos des Filles de Saint-Thomas, et enfin, en 1826, dans le Palais actuel.

La profession d'agent de change fut de bonne heure l'objet d'une sévère réglementation, comme l'étaient au Moyen Age toutes les professions, fortement organisées dans le cadre des corporations. La dénomination d' « agent de change » ne sera employée, d'ailleurs, qu'à partir de 1639. Jusqu'à cette époque, le terme couramment usité est celui de « courretier », dont la profession est de s'entremettre dans les affaires commerciales moyennant un salaire appelé « courretage » et « Nicot explique l'origine de ce nom de courretier pour ce que telles gens courent tantôt à l'une des parties, tantôt à l'autre pour moyenner » (1).

A cette époque, comme aujourd'hui d'ailleurs, les « courretiers » ne sont que de simples intermédiaires opérant pour autrui et non pour eux-mêmes.

Savary, dans son Dictionnaire du Commerce, nous en donne une définition en tous points remarquable :

« La profession de courtier est très nécessaire au commerce ; et rien ne le facilite davantage, que d'avoir, particulièrement dans les villes de grand négoce, des personnes intelligentes, connues et accréditées parmi les marchands, ouvriers et artisans, qui enseignent, aux uns, les marchandises ou les matières propres aux ouvrages, et aux manufactures, dont ils ont besoin ; et procurent à ceux qui les ont fabriquées, ou qui veulent s'en défaire, des acheteurs ou des gens avec qui ils les puissent troquer. »

Mais l'autorité royale, en même temps qu'elle s'affirme, éprouve le besoin d'intervenir dans l'organisation de la profession de courtier, d'abord dans un but d'intérêt public, puis dans un but de fiscalité, et c'est ainsi que Henri II érige les

(1) Savary.

charges de changeurs en offices royaux contre paiement d'une finance.

Un Edit de Charles IX, de juin 1572, « relatif aux courtiers, tant de change et de deniers, que de draps de soye, laine, toiles, cuirs et autres sortes de marchandises : de vins, bleds et autres grains : de chevaux et de tout autre bestial » est tout à fait remarquable. Il reconnaît déjà la nécessité de confier la profession de courtiers à des personnes offrant des aptitudes spéciales et dont le nombre serait limité et en outre il leur assure la propriété de leurs charges.

L'importance de cette disposition est telle que la plus grande partie de la législation future en sera fortement imprégnée.

Cette date de 1572 est la première parmi celles qui fixent le statut des agents de change et ce n'est pas sans raison qu'elle est inscrite au verso des jetons de la Compagnie des agents de change près la Bourse de Paris.

A partir de ce moment, et jusqu'à l'Edit de 1724, qui établit les règles générales de l'organisation de la Bourse pour la négociation de lettres de change, billets au porteur et à ordre, et autres papiers commercables et des marchandises et effets, la confusion est complète entre, ce qu'à partir de 1816, on appellera, d'une part la Bourse des Valeurs, et d'autre part la Bourse du Commerce. Jusqu'à cette époque les agents de change cumuleront donc diverses fonctions, et c'est ainsi que le titre habituellement employé pour les désigner sera : « agents de change, banque, commerce et finance », définissant bien leurs multiples attributions.

Un arrêt de 1638 rend héréditaire la possession des offices de courtier de change. Ce même arrêt, en érigeant en un corps qui sera appelé à Paris « le corps des trente courtiers héréditaires de change et de banque », organise l'élection de deux courtiers « pour être leurs syndics, procureurs et receveurs

qui auront le soin des affaires concernant le commun bien de leur dite compagnie durant le temps de deux ans ».

Il faut voir dans cette création du syndicat, l'origine de l'actuelle Chambre syndicale des agents de change, dont nous aurons à définir le rôle plus loin.

Cependant, en 1784, l'organisation du syndicat sera modifiée. Le nombre de deux courtiers chargés des intérêts de la compagnie est jugé insuffisant, et on donne au syndic et à son adjoint six assesseurs nommés par le Lieutenant Général de Police « pour aider de leurs conseils les syndic et adjoint, lorsqu'ils en auront besoin ».

A la veille de la Révolution, ce Comité se composera donc de huit membres.

L'année suivante, en 1639, un arrêt qui revise le précédent dispose que « le titre des dits offices soit changé en autre, et, au lieu de celui de courtiers, qu'ils soient dits et dorénavant nommés agens de banque et change, sans qu'à l'avenir ils puissent être autrement qualifiés ».

Le titre ne devait plus être changé par la suite, sinon simplifié pour devenir uniquement « agent de change ».

Mais en 1708 le Roi cherche à s'attacher davantage les agents de change et pour ce faire, améliore considérablement leur situation. Pour rendre ces offices plus honorables, on y a ajouté la qualité de « Conseiller du Roi » (1) et ainsi que le stipule cet Edit, afin de donner à ces offices « des marques de distinction et de confiance particulière » et après avoir déclaré « qu'ils ne dérogent pas à noblesse », l'un des agents de change aura entrée et voix consultative dans les chambres de commerce des villes où ils exercent.

En outre la fonction d'agent de change était entourée de toutes sortes de privilèges fiscaux : attribution d'un minot de

(1) Savary.

franc-salé et exemption de taille, ustensiles et « autres charges, de tutelle, curatelle, de nomination de charges de ville et de police et de logement des gens de guerre ».

Mais par contre, si la profession est entourée de tant d'honneurs et d'avantages, il faut s'assurer de la probité de ceux qui seront pourvus d'un office et c'est ainsi qu'en 1645, « le Roi en son Conseil, a fait très expresses inhibitions et défenses aux dits agens ayant fait banqueroute, de fréquenter la dite place de change et Banque de Paris, et faire aucune fonction des dits offices, à peine de quinze cents livres d'amende ».

L'Ordonnance du Commerce de 1673 précisera, en son article 3 du titre II que « ceux qui auront obtenu des lettres de répit, fait contrat d'attermoiement, ou fait faillite, ne pourront être agens de change ou courtiers de marchandises ».

Cette disposition sera confirmée par tous les textes subséquents.

Une déclaration en date du 3 septembre 1709, interprétative de l'Edit de 1708, dont il vient d'être question, est particulièrement nette en ce qui concerne les garanties et privilèges accordés aux agents de change et qui sont la sauvegarde essentielle des fonctions constamment maintenues dans un intérêt public et dans celui des officiers. Ce texte dit notamment qu'il est fait « défense à toutes personnes de quelque titre, qualité, commerce et profession qu'elles soient, de faire à l'avenir aucune des fonctions attribuées aux offices de nos conseillers agens de change, banque, commerce et finance, soit pour fait de commerce d'argent, marchandises, meubles, denrées, lettres de change, billets solidaires ou particuliers au porteur ou autrement, en quelque sorte et manière que ce soit, ni de percevoir les droits desdits offices sous aucun prétexte, soit de bénéfice, récompense, gratification ou autrement, le tout à peine de restitution du quadruple des sommes par eux reçues, et de mille livres d'amende pour chaque contravention ».

Avec l'année 1720, le marché de Paris prend une extension qui ne fera qu'augmenter. Law négocie en effet les billets de sa fameuse banque, ainsi que les actions de la Compagnie des Indes dont il est le créateur.

La rue « Quinquempoix » devient le centre de cette activité financière qu'il faudra réglementer pour arrêter la spéculation et l'agiotage : l'argent s'y louait à l'heure et des fortunes faites le matin n'existaient plus le soir.

Au cours de cette année 1720, pas moins d'une douzaine d'édits ou ordonnances ou règlements de police essaieront de mettre un peu d'ordre là où le désordre règne en maître. D'abord sont interdites les négociations de papier rue Quincampoix, condamnées par le Parlement, « à peine de prison et de 3.000 livres d'amende pour les gens domiciliés et à l'égard des gens sans aveu, même des artisans et domestiques, d'être traités comme vagabonds suivant la rigueur des ordonnances et règlements ». Puis cette interdiction s'étend à tous les quartiers, « cafés, cabarets, hotelleries, auberges, jeux de paulme et autres lieux publics sans aucune exception », tellement était grande la fièvre de la spéculation.

La Bourse chassée de la rue Quincampoix, s'installe à l'Hôtel de Soissons, lieu que le Régent lui assigne. Cette place de change consistait en baraques en bois — qui se payaient jusqu'à 500 francs par mois — établies dans les jardins de l'Hôtel. Seuls avaient entrée les négociants teneurs de bureaux, porteurs d'effets négociables.

Pour éviter le retour des abus auxquels donnèrent lieu les pratiques employées rue Quincampoix, « très expresses défenses sont faites à tous artisans, ouvriers, colporteurs, gens de livrée, ou sans aveu, d'entrer dans ladite place, sous peine de prison pour la première fois, et de plus grande peine en cas de récidive », et en outre, il est fait « défense à tous particuliers, de quelque condition que ce soit, d'exposer en vente, tant dehors qu'au dedans de l'enclos du jardin de l'Hôtel de

Soissons, aucune tabatière, montre, cannes ou autres nippes ou marchandises que ce puisse être sous aucun prétexte, à peine de confiscation desdites nippes et marchandises et d'emprisonnement des contrevenants ».

Dans l'esprit du Conseil, l'assemblée des agents de change de l'Hôtel de Soissons est uniquement destinée à y négocier les effets de la Compagnie des Indes, et les autres effets publics.

Un autre arrêt de la même année fait d'ailleurs, pour la première fois, la distinction entre les fonctions de courtiers et celles d'agents de change. La négociation des effets est interdite aux courtiers, auxquels reste permis le droit de négocier les marchandises, mais cependant les agents de change conservent le même droit de négociation en concurrence avec eux.

Il convient d'apprécier les dispositions qui sont rapportées plus haut comme l'origine première de la séparation de la Bourse en Bourse des valeurs et en Bourse du Commerce, séparation qui n'interviendra, il est vrai, que beaucoup plus tard, à mesure de l'importance prise d'une part par les valeurs mobilières et d'autre part par l'extension sans cesse croissante du commerce.

Avec l'Edit du 24 septembre 1724, nous entrons dans une nouvelle phase de l'histoire de la Bourse. Ce texte est l'un des plus importants de ceux qui nous restent à examiner.

Il établit les règles générales de l'organisation de la Bourse et se distingue de tous ceux qui l'ont précédé et dont le but était de réglementer la fonction d'agent de change.

Avec l'article premier de ce texte, la Bourse est installée à l'Hôtel de Nevers, rue Vivienne, et c'est au Lieutenant Général de Police qu'en est confiée la surveillance, disposition qui a toujours été reproduite, et reste aujourd'hui encore en vigueur, puisque c'est le Préfet de Police qui est chargé de la police de la Bourse de Paris.

L'article 4 désigne très nettement ceux qui auront entrée à la Bourse : « négocians, marchands, banquiers, financiers,

agens de change et de commerce, bourgeois et autres personnes domiciliées dans la Ville de Paris, ainsi que les forains et étrangers, pourvu que ces derniers soient connus d'un négociant, marchand ou agent de change et de commerce, domiciliés à Paris ». Seules les femmes ne pourront entrer à la Bourse, pour quelque cause ou prétexte que ce soit, prohibition qui est toujours appliquée, même encore à présent, à Paris, sans qu'on s'en explique très nettement les raisons.

Le régime de la liberté presque complète est donc substitué à celui de la réglementation de l'année 1720 et cela dans l'intérêt personnel de chacun.

En outre certaines affaires — dont la négociation ne pourra avoir lieu en dehors de la Bourse — telles que négociations de lettres de change, billets au porteur ou à ordre, marchandises, peuvent être faites sans l'entremise d'un agent de change.

En ce qui concerne les « autres effets et papiers commerciaux » de l'article 17, il faut entendre les actions de la Compagnie des Indes et les titres des emprunts royaux, qui ne peuvent être négociés que par les agents de change.

Cependant, il faut ajouter que les négociations de marchandises restent permises en dehors de la Bourse, par exemple dans les foires, marchés, halles.

Des règles précises étaient d'ailleurs fixées en ce qui concerne les négociations de lettres de change, billets ou marchandises, par l'article 29, en ce sens que l'opération pouvait valablement être faite par le même agent de change pour les deux parties. Le ministère de deux agents de change était nécessaire pour la négociation de papiers commerciaux et des autres effets.

L'obligation pour chaque partie d'avoir son agent de change ne s'imposait pas, dans le premier cas, les négociations de lettres de change et de marchandises étant nombreuses, avaient un cours connu de tous.

Le doublement des agents de change sera souvent ordonné, notamment par un arrêt du 22 décembre 1733, mais avec une précision : à la place des termes un peu vagues de « papiers commerçables et autres effets », à propos desquels nous nous sommes expliqués plus haut, on trouve ceux de : « actions de la Compagnie des Indes et autres effets et papiers commerçables ».

Les heures d'ouverture et de fermeture de la Bourse sont également l'objet d'une réglementation très stricte, et la présence des agents de change est obligatoire pendant ces heures, c'est-à-dire de 10 heures du matin à 1 heure de l'après-midi.

L'arrêt du 24 septembre 1724 reproduit une disposition de l'Ordonnance du Commerce de 1673, qui prévoit que les agents de change doivent tenir un registre-journal coté et paraphé par les Juges et Consuls de la Ville de Paris et sur lequel seront enregistrées les diverses opérations qu'ils auront à effectuer, mais aucune indication d'aucun nom n'est permise. Un numéro, porté sur le certificat délivré à l'occasion de la négociation, indiquera sur le registre-journal, la nature de l'opération, en raison de l'obligation du secret qui est l'un des devoirs de l'agent de change. « Les agents de change ne pourront nommer dans aucun cas les personnes qui les auront chargés de négociations, auxquelles ils seront tenus de garder un secret inviolable et de les servir avec fidélité, dans toutes les circonstances de leurs négociations ».

Enfin le marché à terme était condamné explicitement par l'article 30, dans les termes suivants :

« Lorsque deux agents de change sont d'accord à la Bourse d'une négociation, ils se donneront réciproquement leurs billets portant promesse de se fournir, *dans le jour*, savoir par l'un des effets à négocier, et par l'autre le prix des dits effets ».

Le Conseil et le Roi pensaient, en ne laissant qu'un délai

aussi étroit, empêcher le marché à terme, mais la prescription ne fut pas longtemps observée; jusqu'en 1785, deux autres arrêts intervinrent pour interdire de nouveau l'usage du marché à terme.

Avec l'arrêt du 30 mars 1774, on trouve la première disposition réglant l'organisation de ce qu'on appelle aujourd'hui le « Parquet ». L'article premier dispose qu' « il sera construit une séparation de trois pieds de hauteur dans la salle de la Bourse, au delà de laquelle séparation il n'y aura que les agens de change ».

Des plaintes s'étaient élevées du fait que les particuliers ayant le droit de pénétrer à la Bourse « ne trouvent point aussi promptement qu'ils le désireraient les agens de change dont ils ont besoin pour leur dispersion dans un emplacement commun à tous ceux qui s'y rencontrent », dit le préambule de l'arrêt précité.

L'arrêt du Conseil du 7 août 1785 contient une disposition absolument nouvelle, tout en confirmant une autre dont il a été question avec l'arrêt du 24 septembre 1724:

« Les négociations des effets royaux et d'autres effets publics ne peuvent être faites valablement que par l'entremise des agens de change, ni en d'autres lieux qu'à la Bourse, où le cours d'iceux sera coté. »

La cote est en effet une nouveauté. Les journaux de l'époque reproduisent ces divers cours, réunis en un tableau.

En outre, il est fait défense aux agents de change de coter à la Bourse d'autres effets que les effets royaux et les cours des changes.

Mais cette défense n'a pas atteint le but visé, et l'agiotage contre lequel elle s'élevait s'étant étendu, l'arrêt du Conseil du 14 juillet 1787 interdit de crier et coter à la Bourse les « papiers et effets des compagnies et associations particu-

lières » et d'en insérer le cours dans les journaux et papiers publics.

Plusieurs textes, en 1786, règlent la question des commis dont les agents de change sont autorisés à se faire assister. Tout d'abord dénommés « commis courtiers » par la déclaration royale du 16 mars, ayant la possibilité de faire les fonctions de courtier, ils redeviennent simples « commis » avec les arrêts des 10 et 11 septembre 1786, dont l'un dit notamment :

« Les suppliants (agents de change) auront de simples commis, admis sur leur présentation, révocables à leur gré et dont ils ne seront garans et responsables qu'autant que lesdits commis auront agi pour et au nom desdits agens de change auxquels les parties intéressées se seront adressées. »

L'arrêt du 11 septembre est encore plus précis : « Tout d'abord les commis ne pourront faire aucune négociation pour leur compte, ni par conséquent signer aucun bordereau; ils ne pourront tenir aucun carnet à la Bourse » et leur admission est d'ailleurs subordonnée à l'agrément de la compagnie des agents de change.

Avant de terminer cet exposé historique, il nous a paru intéressant de jeter un rapide coup d'œil sur la question du nombre des agents de change de Paris, question qui a été très souvent remise sur le chantier et à laquelle nous avons pensé bien faire en y consacrant les quelques lignes qui suivent et par lesquelles nous achèverons le présent chapitre.

Pour la première fois, un arrêt du 15 avril 1595 fixe le nombre des offices de courtiers de change et banque dans les principales villes du royaume : « Sa Majesté veut et ordonne qu'en sa bonne ville de Paris il y aura le nombre de huit courtiers desdits change, banque et vente en gros des marchandises étrangères : en la ville de Lyon douze, en la ville de Rouen quatre, à Amyens, Dieppe et Callais chacun un

courtier, à Tours et à La Rochelle chacun deux, à Bourdeaux deux, à Thoulouze trois, à Marseille quatre, et ainsi par toutes les autres villes et lieux de son royaume que besoin sera, et qu'il sera jugé nécessaire pour la commodité et conservation du commerce de ses sujets. »

Par la suite cette réglementation va s'accroissant et en décembre 1638 un arrêt du Conseil augmente le nombre des offices, et le porte à 30 pour Paris, afin de réduire à néant le monopole de certains courtiers qui « prennent et serrent tout l'argent qui se négocie et baille à change » et « en baillent à qui bon leur semble, au préjudice de nos affaires ».

C'est d'ailleurs un expédient facile à imaginer pour procurer au trésor des fonds qui lui font défaut, la création de nouveaux offices entraînant le paiement de nouveaux droits souvent plus considérables que les anciens.

Et nombreux seront les arrêts du Conseil qui préciseront d'une façon très nette, à l'exemple de ceux de 1595 et 1598, la défense faite à toute personne d'exercer l'état de courtier « qu'au préalable ils n'ayent chacun particulièrement pris lettres de provision et payé la finance à laquelle ils seront modérément taxez audit Conseil ».

C'est ainsi que le nombre des offices à Paris sera augmenté plusieurs fois en peu d'années. Il est de 6 en 1645, nombre confirmé en juillet 1705.

En décembre 1705, tous les offices ayant été supprimés, Paris aura, jusqu'en 1708, 20 Conseillers agents de change, commerce et finance.

En août 1708, les 20 offices d'agents de change de Paris sont supprimés et le même Edit porte création de 40 autres offices semblables à titre héréditaire, dans le but de permettre au commerce de l'argent de s'accroître s'il est possible.

Mais « le nombre de 40 agents de change n'est pas encore

suffisant pour faire seuls les négociations et aider le commerce qui s'augmente de plus en plus », ce qui motive un Edit de novembre 1714 portant création de 20 nouvelles charges d'agents de change à Paris.

A partir de ce moment, il y aura donc 60 agents de change à Paris.

Ce réajustement, fortement motivé cependant, ne dure pas longtemps. En 1720, par un arrêt du Conseil, les 60 offices d'agents de change de Paris sont supprimés et remplacés par 60 nouveaux officiers en vertu d'une Commission du Grand Sceau.

Les anciens offices, qui avaient été établis héréditairement par les Edits de 1708 et 1714 cependant réputés « perpétuels et irrévocables » n'existent donc plus et les nouveaux officiers, étant nommés par une simple commission demeurent révocables.

En 1733 le nombre des agents de change de Paris, de 60 est ramené à 40 et il faut rechercher la raison de cette diminution dans la défiance du public à l'égard des valeurs représentées par du papier, à la suite de la chute de Law en 1720. D'ailleurs en 1733 plusieurs offices n'étaient pas pourvus de titulaires, c'est la raison qui justifie cet arrêt.

En 1775, le nombre des agents de change est porté de 40 à 50, à raison de l'insuffisance reconnue du premier nombre, mais quelques années après, en 1781, il est de nouveau réduit à 40.

Deux nouvelles conditions d'aptitudes sont requises :

1° Le cautionnement est exigé pour l'expédition de la commission. Ce cautionnement peut être constitué soit par un immeuble représentant une valeur de soixante mille livres, soit en une somme de quarante mille livres en espèces versées au Trésor royal et dont l'intérêt sera versé annuellement.

Le cautionnement, immeuble ou espèces, sera rendu en

cas de cessation de fonctions, après un temps déterminé, et après justification qu'il n'y a pas d'opposition.

2° « Nul ne pourra être reçu agent de change qu'il n'ait justifié avoir travaillé et demeuré au moins cinq ans sans interruption dans les comptoirs de banque ou de commerce, dans les bureaux des finances ou études de notaires. » C'est le texte, très clair, de l'article 6. Cet arrêt innovait aussi en organisant le choix des futurs agents de change. Son article 7 est ainsi rédigé : « Les agens de change éliront dans une assemblée générale et par la voix du scrutin, dix sujets d'une conduite sans reproche, et ayant la capacité et les qualités requises pour remplir les places qui viendront à vaquer par la suite. »

En cas de vacances, l'un de ces aspirants est choisi et présenté au Ministre des Finances.

Cette mesure, reproduite en 1784, est complètement abandonnée par la suite.

Le 19 mars 1786, une déclaration du Roi « constatant l'étendue du commerce et l'importance des négociations », rétablit les offices d'agents de change, supprimés en août 1720 et remplacés par des officiers pourvus en vertu d'une commission.

Les offices, sans redevenir héréditaires, comme ils le furent en un temps, jouissent du bénéfice de la survivance, pas d'ailleurs pour un long temps, puisque, par un arrêt du Conseil du 4 novembre de la même année, l'hérédité leur était conférée comme par le passé.

De plus, le nombre est encore une fois augmenté et porté à 60, comme en 1723.

Comme on le voit, la situation d'agent de change n'était pas précisément d'une stabilité à toute épreuve, et on s'étonne de l'existence assez incertaine qui était faite à ces officiers,

dont, par ailleurs, on se plaisait à reconnaître l'importance et la nécessité.

Nous en avons ainsi terminé avec l'étude de l'organisation de la Bourse et de la fonction d'agent de change, telles qu'elles se sont développées avant le grand courant révolutionnaire.

Nous pensons n'être pas sorti de notre sujet, en examinant hâtivement quels furent les moyens de contrôle qui furent employés par l'autorité royale pour régulariser et réglementer le marché financier au cours des cinq siècles de monarchie qui précédèrent la Révolution.

SECTION II. — Période révolutionnaire

Le premier acte de la Révolution à l'égard de la Bourse et des agents de change fut de décréter la suppression de tous les offices, en établissant un régime de liberté absolue.

La loi du 2-17 mars 1791 décide :

« Art. 2. — A compter du 1^{er} avril prochain, les offices de perruquiers-barbiers-baigneurs-étuvistes, ceux des agents de change, et tous autres offices... et tous privilèges de profession sous quelque dénomination que ce soit, sont également supprimés. »

Et, par voie de conséquence :

« Art. 7. — A compter du 1^{er} avril prochain, il sera libre à toute personne de faire tel négoce, ou d'exercer telle profession, art ou métier qu'elle trouvera bon; mais elle sera tenue de se pourvoir auparavant d'une patente, et d'en acquitter le prix suivant les taux déterminés, et de se conformer aux règlements de police qui sont ou pourront être faits... »

Le 6 mai 1791, l'Assemblée Nationale organisait la liquidation des offices des agents de change « sur le pied des finan-

ces par eux versées dans le Trésor public », conséquence d'ailleurs naturelle de la suppression des offices.

Le 8 mai suivant, l'Assemblée Nationale décrète de nouveau que : « Les offices et commissions d'agents et courtiers de change, de banque, de commerce et d'assurances tant de terre que de mer sont supprimés à compter du jour de la promulgation du présent décret. »

Cette loi, qui vise les Commissions dont certains agents de change avaient été pourvus après l'abolition de l'hérédité, en 1786, établit le nouveau statut des agents de change.

Elle dispose, en son article 4, que « celui qui aura pris une patente sera tenu de se présenter devant le juge du Tribunal de Commerce; il y fera sa déclaration qu'il veut exercer la profession d'agent et de courtier de change et de commerce et il prêtera le serment de remplir ses fonctions avec intégrité, de se conformer aux décrets de l'Assemblée Nationale et aux règlements ».

Par une série de prohibitions : incompatibilité de la fonction d'agent de change avec celle de négociant, banquier, marchand, etc..., impossibilité d'admission des faillis parmi les agents de change, interdiction de faire des opérations pour eux-mêmes, obligation de tenir des livres ou registres-journaux pour leurs comptes, impossibilité d'employer des commis susceptibles de traiter les marchés à la place des agents de change, l'Assemblée Nationale reprend à son compte l'esprit des anciens édits ou arrêts, tout en proclamant le libre exercice de la fonction.

Mais, l'esprit corporatif avait pénétré trop profondément dans les mœurs : les agents de change n'ayant plus de monopole, se syndiquent entre eux et forment une compagnie libre de 80 membres.

La législation ainsi fixée ne subira aucune modification pendant deux années, jusqu'en 1793.

La Convention, à peine arrivée, donne la mesure de sa volonté et se montre nettement hostile à l'esprit de spéculation.

Dès le 6 février 1793, Carra s'élève énergiquement et violemment contre les anciens officiers de la royauté dont la fonction avait un caractère financier, en y englobant les agents de change.

Le dernier article du décret qu'il propose au vote de la Convention est le suivant :

La police de Paris sera tenue de faire fermer sur-le-champ la Bourse de cette capitale et d'interdire, sous les peines les plus sévères, toute assemblée ou concours d'agioteurs, quelque part ou dans quelque maison que ce soit; le principal commerce ne consistant nullement dans le brocantage continuel de l'argent et des effets en papiers publics, mais dans l'échange réciproque des denrées et productions de la terre et de l'industrie avec les valeurs représentatives (1).

Cependant ce texte n'est pas adopté. Mais la Bourse n'en est pas moins fermée quelques mois plus tard, le 27 juin 1793 et, à cette occasion, il n'est pas inutile de souligner l'importance de cette mesure destinée à atteindre l'agiotage, en reproduisant la physionomie du débat qui précéda le vote du décret du 27 juin.

DENTZEL. — Vous avez, par un décret, défendu la vente de l'argent. Voulez-vous savoir comme vos décrets sont respectés? Hier soir, à la rue Vivienne, j'ai vu des particuliers pousser un louis d'or jusqu'à 100 livres en assignats (2).

Un membre. — C'est la Bourse qui est la cause de cet agiotage. Tous les jours il s'y rassemble des hommes sans domicile, qui calculent sur les malheurs publics. Depuis que nous n'avons plus de relations de commerce avec l'étranger, la Bourse est inutile. Je demande qu'elle soit fermée.

(1) Réimpression du *Moniteur Universel*.

(2) La valeur du louis d'or était de 24 livres.

Et aussitôt après le texte suivant est adopté :

La Convention Nationale décrète que la Bourse établie à Paris, rue Vivienne, sera provisoirement fermée; et charge son Comité de commerce de lui faire, sous trois jours, un rapport pour qu'il soit prononcé définitivement et que les mesures nécessaires pour prévenir l'agiotage soient prises.

La Convention Nationale charge son Comité de commerce de lui faire incessamment son rapport sur les moyens d'empêcher ou de punir les rassemblements d'agioteurs, dans quelque local qu'ils puissent choisir, autres que celui de la Bourse, fermée provisoirement par décret de ce jour.

Jusqu'en 1795, elle le restera, mais l'agiotage continue, favorisé d'ailleurs par la dévaluation croissante des assignats, et c'est ainsi que s'exprime Boissy d'Anglas :

Rendez au commerce l'usage des assemblées de négociants honorés de l'estime publique, et qu'on appelait autrefois la Bourse, rendez-les accessibles à tous les commerces honnêtes; n'en bannissez que le jeu reconnu, que l'agiotage impur; faites ainsi qu'au lieu de traiter en secret, les négociants puissent opérer sous l'œil du public; qu'il s'établisse tout naturellement entre eux une espèce de surveillance d'honneur qui comprime la cupidité et fasse distinguer la délicatesse. Ainsi vous combattrez l'agiotage et le surhaussement de tous les prix en offrant un aliment aux spéculateurs honnêtes et des facilités à l'industrie, en les régularisant dans leur marché, en les épurant de leurs principes (1).

Le 6 floréal an III (25 avril 1795), la Convention « autorise l'ouverture des lieux connus sous le nom de Bourse ». C'est Cambacérès qui rapporte le décret et Jean-Bon-Saint-André, appuyant le rapporteur, dit notamment :

On vous propose de rouvrir les Bourses; je demande, moi, pourquoi elles ne le sont pas? Je demande si vous aimez mieux laisser un libre cours à l'agiotage secret, aux transactions cachées? que de rendre au commerce sa latitude, sa publicité, et cette loyauté qui peut seule le rendre utile à l'Etat (1).

(1) Réimpression du *Moniteur Universel*.

Et Johannot, membre du Comité des Finances :

La police des Bourses a toujours été entre les mains du Gouvernement; elle varie suivant les lieux : celle de la Bourse de Paris doit être différente de celle de Bordeaux, à cause des localités. Votre Gouvernement a déjà un travail prêt à cet égard et il prendra des mesures pour que ceux qui feront le courtage soient des gens d'une probité connue. Ainsi, l'on détruira ce cours factice qui est l'ouvrage de fripons, et l'on en aura un véritable suivant lequel les honnêtes citoyens pourront transiger en sûreté (1).

Pour combattre l'agiotage, la Convention décrète, le 13 fructidor an III, qu'il « est défendu à tout individu, à Paris et dans toutes les places de commerce où il y a Bourse, de vendre de l'or et de l'argent, soit monnayé, soit en barres, en lingots, ou ouvrés, ou de faire des marchés qui auraient ces métiers pour objet, sur les places et dans les lieux publics autres que la Bourse. Tout contrevenant sera condamné à deux ans de détention, à l'exposition en public avec écriteau sur la poitrine portant ce mot « agioteur », et tous ses biens seront, par le même jugement, confisqués au profit de la République ».

La discussion qui précéda l'adoption de ce décret est intéressante par le ton particulièrement violent des orateurs qui prirent la parole et il nous semble intéressant de reproduire une partie du discours du député Bailleul, rapporteur au nom des trois Comités de Salut Public, de Sûreté Générale et de Législation.

BAILLEUL. — Le jour où l'on proclamait la paix avec l'Espagne, ces misérables (les agioteurs) disaient hautement, dans leur repaire, qu'au moment de la paix avec la Prusse le louis avait monté de 400 livres à 100 pistoles et que maintenant il fallait qu'il montât à 1.500 livres (2). Comment les citoyens peuvent-ils être un instant dupes de pareilles menées? Est-ce donc quand, après de grands

(1) Réimpression du *Moniteur Universel*.

(2) La pistole valait 10 livres.

orages, tout rentre dans l'ordre, et qu'une nation puissante donne la paix, que son crédit doit baisser?

Et plus loin :

La France a-t-elle de plus cruels ennemis? C'est contre elle, c'est contre vous qu'ils sont déchainés; c'est vous et la liberté qu'ils veulent anéantir, *l'aspect d'un ordre de choses paisibles les fait frémir*; c'est donc eux qu'il faut combattre, il faut les prendre corps à corps et les précipiter dans l'abîme où ils veulent ensevelir la patrie.

Les armées républicaines combattent les ennemis du dehors; elles triomphent : vous devez combattre les ennemis de l'intérieur et vous succomberiez (1)!

Ce décret du 13 fructidor sera ensuite souvent visé dans tous les textes dont le but sera de poursuivre l'agiotage.

Cependant, malgré ces mesures particulièrement sévères et sûrement appliquées avec la rigueur dont la Convention était capable, l'agiotage continue et la Bourse est fermée par arrêté du ministre de l'Intérieur, le 23 fructidor an III. Il faut voir le motif de cette fermeture dans la hausse excessive du louis d'or.

La Bourse sera d'ailleurs rouverte quelques mois plus tard par le Directoire, le 20 nivôse an IV.

Entre temps, le 20 vendémiaire an IV, la Convention décrète que le « cours du change et celui de l'or et de l'argent, soit monnayés, soit en barres, seront réglés chaque

(1) Les sanctions prises pour enrayer l'agiotage n'empêchent pas le cours du louis d'or de monter, témoin ces chiffres que nous avons recueillis :

Cours du 13 fructidor An III (30 août 1795) : 1.100 à 1.080 livres.

— 29 fructidor An III (15 septembre 1795) : 1.140 à 1.145 livres.

— 29 vendémiaire An III (21 octobre 1795) : 1.670 à 1.680 livres.

— 29 brumaire An III (20 novembre 1795) : 3.290, 3.340, 3.295 livres.

— 22 frimaire An III (13 décembre 1795) : 3.750, 3.900, 3.950 livres.

— 29 nivôse An IV (19 janvier 1796) : 5.350, 5.300, 5.325 livres.

— 29 pluviôse An IV (18 février 1796) : 6.450, 6.500, 6.600 livres.

— 23 ventôse An IV (13 mars 1796) : 6.850 livres.

jour à l'issue de la Bourse » et, pour constater le cours, l'article 2 dispose :

« Les Comités des Finances et de Salut Public réunis nommeront deux agents de change qui seront chargés de calculer le cours, d'en déterminer la fixation et de l'afficher à la Bourse, dans les lieux les plus apparents. »

Il faut remarquer que cette disposition ne parle pas des effets publics : c'est que la dette publique n'est pas encore entièrement fixée et d'autre part, les sociétés financières, et plus particulièrement la Compagnie des Indes, sont supprimées et leurs comptes soumis à des commissaires liquidateurs, chargés de liquider les sommes dues à la nation. Et, en outre, toute formation d'établissement de ce genre est interdite par le décret du 26-29 germinal an II, dont l'article premier est le suivant : « Les compagnies financières sont et demeurent supprimées. Il est défendu à tous banquiers, négociants et autres personnes quelconques de former aucun établissement de ce genre, sous aucun prétexte et sous quelque dénomination que ce soit. »

Enfin la Convention adopte, le 28 vendémiaire an IV, un mois avant sa dissolution, un décret organisant la police de la Bourse. L'expérience de la liberté absolue était concluante. On revenait à la nomination des agents de change par les Pouvoirs Publics, système qui sera toujours suivi par la suite.

Le préambule de ce texte contient quelques phrases qui éclairent les intentions de l'Assemblée et qu'il n'est pas inutile de reproduire :

La Convention Nationale, sur le rapport de ses Comités de Salut Public et des Finances, considérant que l'ordre et la liberté qui en est la suite, doivent régner dans l'enceinte de la Bourse; que la sûreté du commerce exige que les fonctions des agents de change et courtiers de marchandises soient classées et déterminées; que cette liberté et cette sûreté, nécessaires au commerce,

ne peuvent être confondues avec la licence et le trafic de l'agiotage;

Que celui-là est agioteur criminel qui, par choix, met son intérêt en compromis avec son devoir, en faisant des opérations d'une nature telle qu'elles ne peuvent lui apporter quelque bénéfice qu'au détriment de la chose publique; que tel est le cas de celui qui achète à terme des matières en espèces métalliques dans la coupable espérance que le jour où le marché se réalisera, les espèces auront haussé de valeur et que la monnaie nationale aura perdu la sienne;

Considérant que de pareilles spéculations sont immorales, destructives de tout système économique, de tout crédit national, et ne peuvent être conçues et opérées que par des égoïstes ou des ennemis de la chose publique;

Considérant, enfin, que l'indulgence trop prolongée a pu seule les encourager dans leurs coupables attentats contre la chose publique,

Décrète, etc...

Ce décret fixe d'abord, en ce qui concerne les agents de change, que ceux exerçant, au nombre de 80, depuis la loi du 8 mai 1791, sont supprimés (1).

Les Comités de Salut Public et des Finances sont chargées, dans les vingt-quatre heures, de désigner cinq agents de change, destinés « à l'achat et vente des espèces monnayées et des matières d'or et d'argent » et 20 autres à qui seront réservées les opérations et négociations en banque ou papier sur l'étranger ».

Ce décret ne change pas le titre des agents de change qui exerceront en vertu d'une commission.

Par ailleurs il organise minutieusement le marché des

(1) Ils s'étaient formés en compagnie libre après le vote de cette loi portant suppression de tous les offices, et au sujet de laquelle nous avons consacré quelques lignes au début de ce chapitre.

matières d'or et d'argent, la négociation des lettres de change et la police de la Bourse.

Dirigé contre les agioteurs, ce texte est particulièrement rigoureux : « Toute contravention... sera punie de cinq années de fer. »

Le marché à terme est une fois de plus condamné, « les objets vendus devront être livrés et payés dans les vingt-quatre heures qui suivront la vente » et ceux qui se mettraient en contravention avec la loi seraient regardés comme agioteurs et punis suivant les peines infligées par la loi du 13 fructidor, an III.

Le Directoire suivit la politique élaborée par la Convention. Son premier acte fut d'assigner un nouveau lieu de réunion aux agents de change : la Bourse est établie dans l'église des Petits-Pères, de façon que ce local « puisse être commodément employé aux négociations en numéraire et papiers de commerce », c'est l'arrêté du 18 nivôse an IV.

Deux jours plus tard, la Bourse est rouverte.

Pour renforcer les décrets de la Convention, la Bourse n'est ouverte que de une heure à trois, et n'y sont admis que ceux qui « justifieront de la quittance de paiement de leur cote dans l'emprunt forcé ». Cependant quelque temps après, les étrangers sont exemptés de cette obligation sur la présentation de leur passeport.

Avec l'arrêté du 15 pluviôse an IV, on assiste au rétablissement du syndicat : « Les agents de change actuellement en exercice nommeront entre eux un syndic et quatre adjoints pour constater le cours des changes et des négociations. »

Cette disposition s'exécute encore aujourd'hui.

Malgré les mesures de rigueur prises par la Convention à la veille de sa disparition (décret du 28 vendémiaire an IV), le Directoire eut encore à lutter contre l'agiologie, favorisé

d'ailleurs par la politique financière du gouvernement qui devait décréter deux ans après la banqueroute des deux tiers.

C'est ainsi qu'il motive l'arrêté du 2 ventôse an IV qui réglemente l'entrée de la Bourse :

Le Directoire exécutif, voulant assurer l'exécution des lois des 13 fructidor et 28 vendémiaire derniers, et par là faire cesser les manœuvres criminelles et sans cesse renaissantes des agioteurs qui parviennent à s'introduire à la Bourse de Paris, et qui y jouent, de la manière la plus scandaleuse, à la hausse et à la baisse;

Considérant qu'en assignant un temps suffisant pour que, chaque jour, le cours du change soit établi et la base des négociations fixée, il est nécessaire de retrancher tout le temps qui n'est employé qu'aux combinaisons infâmes de l'agiotage et aux manœuvres perfides de la malveillance;

Considérant que la loi du 28 vendémiaire destine expressément la Bourse au rassemblement des négociants et marchands munis de patentes pour leurs opérations de banque et de commerce; qu'ainsi son intention est évidemment d'éloigner de la Bourse ceux qui ne sont ni banquiers, ni commerçants ayant maison de commerce et domicile fixe;

Qu'enfin il est d'une extrême urgence de purger la Bourse de cette nuée d'agioteurs, sans état, qui s'y introduisent chaque jour sous le vain titre de marchands forains.

Cet arrêté prévoit que seuls pourront vendre ou échanger ceux qui pourront produire un certificat de dépôt des objets à vendre ou à échanger. Cette disposition est empruntée à un arrêt du Conseil pris en 1785.

Jusqu'en l'an IX, aucun texte ne vient modifier ce qu'avait organisé la Convention.

Mais il ne faudrait pas en déduire que la spéculation et l'agiotage étaient muselés, loin de là.

Pour donner une idée de l'œuvre à accomplir par le Consulat, il suffit de lire un passage du discours prononcé par Regnaud de Saint-Jean-d'Angély, dans la discussion de la loi

du 28 ventôse an IX, où il nous dépeint le marché de Paris sous un jour peu flatteur :

Toutes les Bourses de commerce offrent le spectacle décourageant d'un mélange d'hommes instruits et probes avec une foule d'agents de change et de commerce qui n'ont pour vocation que le besoin, pour guide que l'avidité, pour instruction que la lecture des affiches, pour frein que la peur de la justice, pour ressource que la fuite et la banqueroute.

Le crédit public et particulier est arrêté dans son essor, contrarié dans ses développements, par la composition scandaleuse et effrayante de cette masse d'agents de la Bourse qui, à Paris, sont au nombre de six cents et plus, qui, à Paris comme dans les départements, se rendent arbitres des cours en vendant et achetant ce qu'ils n'ont pas, peut-être ce que personne n'a et qu'ils savent ne pouvoir livrer, ce qu'ils savent bien plus sûrement ne pouvoir payer, qui s'interposent entre le véritable vendeur et le véritable acheteur, qui gênent, embarrassent, nuisent, étouffent les transactions de toute espèce. Tout est livré à l'homme intrigant, avide et sans moyens effectifs, qui risque tout pour gagner, et fait banqueroute s'il s'est mépris.

Avec la loi du 28 ventôse an IX, notre étude prend une direction plus définie. Jusqu'à présent, il n'a été question que de la « Bourse », lieu réservé à toutes les négociations, aussi bien des effets publics et des espèces et matières métalliques que des marchandises, et les mêmes agents de change pouvaient, sauf à quelques instants, faire toutes les opérations. A partir du 28 ventôse an IX, portant établissement des Bourses de commerce, nous ne nous occuperons plus que de la Bourse des valeurs.

SECTION III. — De 1799 à 1890

Après l'anarchie des dernières années de la Révolution, c'est au Consulat que revint l'honneur de tout réorganiser et plus particulièrement en matière de Bourse.

La discussion qui précéda l'adoption de la loi du 28 ventôse an IX nous donne un aperçu du malaise générale qui régnait.

Le tribun Alexandre s'exprime de la manière suivante :

Il appartenait à un Gouvernement qui a déjà fait de si grandes choses, et dont une des intentions bien prononcées est de fonder la puissance de la France sur le commerce, je ne dis pas seulement de détruire les abus qui peuvent mettre obstacle à sa prospérité, mais encore de rétablir avec les modifications convenables un des moyens les plus propres à lui procurer tous les développements dont il est susceptible.

Et Fabre (de l'Aude), chargé de soutenir le projet devant le Tribunal, prononça les paroles suivantes :

Rien de plus propre à ranimer le commerce que de régulariser par une loi l'institution des Bourses, d'en étendre le bienfait aux places qui peuvent en être susceptibles, et surtout de rendre aux agents de change et courtiers la confiance dont ils jouissaient autrefois, en limitant leur nombre, et en exigeant de chacun d'eux une garantie de fidélité dans l'exercice de leurs fonctions.

Regnaud de Saint-Jean-d'Angély, en condamnant le principe de la liberté absolue qui fut celui de la Révolution, nous fera apprécier le caractère de la fonction d'agent de change, en raison du rôle social de ces intermédiaires.

Jamais cette profession n'a été exercée indistinctement et librement avant 1789. On avait toujours jugé qu'il était de l'intérêt de la société de soumettre à des examens, d'obliger à fournir un cautionnement, d'assujettir à une police vigilante, des hommes qui sont les agents des plus importantes transactions, de transactions

qui atteignent, dans leurs résultats de tous les jours, la fortune publique, comme les fortunes particulières. Il est temps de remédier aux nombreux abus, je dirai plus, aux maux pressants qui ont été le résultat d'une liberté indéfinie.

Une comparaison n'est d'ailleurs pas impossible entre les lois de réorganisation du Consulat et l'Edit de 1572. Ces différents textes eurent d'abord pour but de combattre les abus et reconnurent avant tout la nécessité de confier l'exercice de la profession d'agent de change à des personnes qualifiées dans l'intérêt bien entendu du commerce et du crédit public, l'idée de fiscalité étant laissée de côté.

Enfin l'exposé des motifs de la loi du 28 ventôse an IX se termine par ces mots :

« Elle (la loi de ventôse an IX) commencera la réorganisation de tous les établissements qui intéressent le commerce, et dont il est si pressant de s'occuper. Elle sera un premier moyen de ramener dans cette honorable profession la bonne foi qui doit y régner, l'ordre, la justice qui doivent signaler aux yeux des nations étrangères, le caractère de tous les citoyens français, comme celui du gouvernement », après lesquels il n'est besoin d'aucune explication, le principe de probité auquel doit obéir les organes du marché financier d'un grand pays étant ainsi suffisamment posé.

Les dispositions des textes promulgués ou mis en vigueur au cours du XIX^e siècle sur le marché financier ont leur origine dans les anciens règlements, auxquels nous avons consacré une analyse au début de cette étude.

Notre intention est maintenant d'indiquer aussi brièvement que possible l'état de cette législation jusqu'au décret du 7 octobre 1890 qui constitue à l'heure actuelle la charte de la Bourse de Paris et le statut des agents de change.

Tout d'abord on donne aux agents de change un droit exclusif de faire toutes les négociations, en leur imposant cer-

taines obligations : secret des opérations, tenue d'une comptabilité, responsabilité des certificats de transfert, droits de commission et de courtage fixés par avance, interdiction du marché à découvert, inscription des ordres sur le carnet, constatation des cours et établissement de la cote.

En outre, les agents doivent être nommés par le gouvernement, afin que « ceux qui se sont livrés à cette profession, sans avoir les qualités qui inspirent et justifient la confiance publique, ne puissent plus l'exercer; pour que la bonne foi des citoyens ne soit plus abusée, la fortune publique livrée aux calculs de la cupidité et de la mauvaise foi » (1).

De plus, un stage de quatre ans chez un agent de change ou dans une maison de banque, de commerce, ou chez un notaire est également exigé, comme sous l'ancien droit.

L'arrêté du 3 messidor an IX fixe à 80 le nombre des agents de change pour la Bourse de Paris, nombre porté à 100 par le décret du 5 prairial an XIII, et ramené à 60 par une ordonnance du 29 mai 1816.

Malgré cette détermination, il y eut lieu à 10 nouvelles nominations, toutes les charges d'agent de change prévues par le décret de prairial an XIII n'étant pas pourvues de titulaires.

Depuis le Consulat, les agents de change sont munis d'une commission du Gouvernement et demeurent conséquemment toujours révocables.

Avec la Restauration, la loi de finances du 28 avril 1816 apporte une innovation considérable en faveur des agents de change, quant à la possession de leurs charges :

Les avocats à la Cour de Cassation, notaires, avoués, greffiers, huissiers, agents de change, courtiers, commissaires priseurs pour-

(1) Exposé des motifs de la loi du 28 ventôse An IX.

ront présenter à l'agrément de Sa Majesté des successeurs, pourvu qu'ils réunissent les qualités exigées par les lois. Cette faculté n'aura pas lieu pour les titulaires destitués.

La propriété de la charge leur est donc confiée du fait qu'ils ont la faculté de présenter leurs successeurs. Autrement dit ces charges redeviennent et de nouveau sont appelées des offices comme avant 1789, l'hérédité et la vénalité étant toutefois exclues.

Cependant ce droit de présentation du successeur par le titulaire (ou ses héritiers en cas de décès) peut être cédé contre argent, transmission à titre onéreux que la loi du 25 juin 1841 a soumise à un droit d'enregistrement.

Le monopole ainsi rétabli ne sera plus mis en cause. La constitution de 1848 en déclarant : « Toutes les propriétés sont inviolables », a entendu garantir également la propriété des offices ministériels.

Un décret impérial du 1^{er} octobre 1862 dispose que :

Les agents de change ne peuvent user de la faculté de présenter leurs successeurs qu'en faveur des candidats qui ont obtenu préalablement l'agrément de la Chambre syndicale de la compagnie, et avec lesquels ils ont traité des conditions de leur démission par un acte soumis au Ministre des Finances et approuvé par lui.

La Chambre syndicale va donc avoir, à partir de ce moment, un rôle important à jouer en matière de recrutement des agents de change; cette fonction sera étendue par le décret du 7 octobre 1890 qui substitue l'approbation du candidat à l'agrément.

Et puisque nous venons d'aborder la question de la Chambre syndicale, il ne faut pas négliger de dire que le syndicat fut reconstitué — un syndic et six adjoints — par l'arrêté consulaire du 29 germinal an IX et chargé de la police intérieure de la Bourse et de la recherche des contraventions aux lois et règlements.

La dénomination de Chambre syndicale ne fut adoptée qu'en 1816, par l'ordonnance royale du 29 mai, qui développa l'institution et lui donna en même temps que la désignation qui lui appartient encore aujourd'hui, des pouvoirs très étendus au triple point de vue du recrutement, de la discipline et de la police de la Bourse.

L'exposé des motifs de cette ordonnance ne manque pas de préciser que « pour assurer à cette compagnie la confiance et l'estime qui doivent l'environner, il est utile de la rendre, en quelque sorte, gardienne de sa propre considération, en établissant dans son sein une autorité surveillante, composée de ses membres les plus instruits et les mieux famés, ne laissant aucun doute sur l'importance de cet organisme. Par la suite, le décret du 29 juin 1898 est venu augmenter le nombre des adjoints; la Chambre syndicale se compose aujourd'hui de neuf membres : un syndic et huit adjoints.

En ce qui concerne le cautionnement, la loi du 28 ventôse an IX fixait en son article 9 :

« Les agents de change et courtiers de commerce seront tenus de fournir un cautionnement,

« Gage de leur bonne conduite ou de l'expiation de leurs erreurs ou de leurs fautes s'il leur en échappe », disait l'exposé des motifs de cette loi.

Le cautionnement n'est pas une nouveauté; nous avons déjà eu l'occasion de nous en occuper avec l'Edit de 1781 qui le créait pour la première fois.

Cette question sera souvent reprise par la suite, dans le but d'en augmenter le taux pour le porter jusqu'aux sommes considérables qu'il atteint aujourd'hui (1).

(1) Montant du cautionnement à Paris :

Arrêt du Conseil de 1781 : 60.000 fr. en immeubles ou 40.000 fr. en espèces.

Arrêté du 3 messidor An IX : 60.000 fr. en espèces.

Loi du 2 ventôse An XIII : 100.000 fr. en espèces.

Loi de finances du 28 avril 1816 : 125.000 fr. en espèces.

Décret impérial du 1^{er} octobre 1862 : 250.000 fr. en espèces.

Une loi du 2 juillet 1862 décide que :

« Les agents de change près des Bourses pourvues d'un parquet pourront s'adjoindre des bailleurs de fonds intéressés, participant aux bénéfices et aux pertes résultant de l'exploitation de l'office et de la liquidation de sa valeur. Ces bailleurs de fonds ne seront passibles des pertes que jusqu'à concurrence des capitaux qu'ils auront engagés.

« Le titulaire de l'office doit toujours être propriétaire en son nom personnel du quart au moins de la somme représentant le prix de l'office et le montant du cautionnement. »

Il est bien évident que le recrutement des agents de change eût été rendu très difficile sinon impossible si, en plus des conditions d'admission, les candidats avaient dû posséder de telles disponibilités.

Depuis le 16 septembre 1871, le cautionnement peut être constitué en rentes françaises de toute nature, faculté qui n'a pas toujours existé.

Un dernier point reste à préciser : celui des commis principaux.

Un décret du 13 octobre 1859 autorise les agents de change à s'adjoindre un ou deux commis principaux, rendus indispensables par l'importance toujours croissante du marché.

Deux expériences furent tentées, en 1786 et en l'an X. Dans l'un comme dans l'autre cas, les nombreux abus auxquels elles donnèrent lieu amenèrent les Pouvoirs Publics à supprimer cette faculté.

La Chambre syndicale, par un arrêté du 24 octobre 1859, réglemente l'institution d'une façon très ferme.

L'agent de change conserve évidemment le droit de choisir son ou ses auxiliaires, mais son choix doit être entériné par la Chambre syndicale. Cette dernière se réserve d'ailleurs d'exercer sur les commis principaux la même autorité que

celle qui lui est attribuée sur les agents de change.

Le Règlement de la compagnie intervenu à la suite du décret du 7 octobre 1890 fixe à quatre le nombre des commis principaux que chaque agent peut s'adjoindre.

Pour terminer cet exposé, disons que les femmes ne sont pas admises à la Bourse. Leur exclusion, prononcée déjà, on se le rappelle, en 1724, découle implicitement de l'article 5 de l'ordonnance de police du 1^{er} thermidor an IX sur la police de la Bourse :

« La Bourse est ouverte à tous les citoyens jouissant de leurs droits politiques et aux étrangers. »

Il résulte, *a contrario*, de ce texte, que les femmes auront droit d'accès à la Bourse à partir du jour — peut-être prochain — où les droits politiques leur seront accordés. Pour qu'il en soit autrement, il serait nécessaire qu'une exception explicite soit alors ajoutée au texte de l'ordonnance du 1^{er} thermidor an IX.

CHAPITRE II

ROLE ÉCONOMIQUE DES VALEURS MOBILIÈRES et ORGANISATION du MARCHÉ FINANCIER de PARIS

SECTION I. — Intérêt économique du Marché des Valeurs mobilières

Les papiers divers qu'on appelle titres de rentes, actions et obligations, parts de fondateurs et que l'on désigne sous le nom générique de valeurs mobilières, n'ont atteint un complet épanouissement qu'avec la seconde moitié du xix^e siècle et, en particulier, en France, après le vote de la loi du 2 juillet 1867, réglementant les sociétés par actions.

Mais est-ce à dire qu'elles étaient ignorées auparavant? Ce serait une erreur de le croire.

L'origine des valeurs mobilières peut être certainement retrouvée, sous une forme rudimentaire, chez les Romains, puis plus tard chez les Templiers, pour qui, avant le Moyen Age, les opérations financières n'avaient pas de secret.

L'Italie, aux xiii^e et xiv^e siècles, a connu des parts de propriétés de navires. La Banque de Saint-Georges, de Gênes, se chargeait volontiers de transactions portant sur ces genres de créances.

Les Hollandais, peuple navigateur et commerçant par excellence, avaient, au xvii^e siècle, fondé une Compagnie des Indes Orientales.

Enfin, en France, au xviii^e siècle, est-il besoin d'insister sur les essais de Law et de ses intéressantes mais malheureuses innovations en matière d'organisation bancaire. Néanmoins, Law a été le premier qui ait émis des titres au porteur. Et,

techniquement, ses tentatives auraient pu connaître le succès.

Un temps d'arrêt, très net, marque la période de la Révolution pendant laquelle est interdite toute formation de sociétés et qui fait obstacle au développement des valeurs mobilières.

Mais ce n'est vraiment qu'avec la loi du 24 juillet 1867 sur les sociétés, que commence une ère nouvelle.

En 1900, M. de Harnbure pourra dire, au Congrès International des Valeurs Mobilières, que « l'immense développement des valeurs mobilières, leur influence considérable sur notre vie sociale, resteront peut-être comme l'effort le plus gigantesque, comme le progrès le plus surprenant qu'ait réalisé le XIX^e siècle ».

Ce n'est qu'à partir du XIX^e siècle que les valeurs mobilières ont fait leur réelle apparition. Ceci explique pourquoi le législateur de la Révolution s'est si peu occupé, lors de la confection des Codes, de cette forme économique de la richesse, réservant toutes ses réglementations pour la propriété immobilière. Aussi, nombreuses sont les lois subséquentes qui ont dû, sur ce point, compléter nos Codes.

Les valeurs mobilières ou parts de propriétés ou de créances constituent aujourd'hui la forme la plus commode et la plus enviée de la richesse. « Grâce à elle, la propriété s'est déracinée du sol et a pris des ailes : ce n'est point assez dire, elle s'est dématérialisée; le propriétaire ne la voit plus, ne la touche plus (1); » Et comme le disait Jaurès : « C'est en lisant son journal que le possédant aujourd'hui a des nouvelles de sa propriété. » Cette manière de posséder est bien différente de l'antique possession.

Les valeurs mobilières constituent, ainsi que l'a dit

(1) Cours d'économie politique de M. Charles Gide.

M. Alfred Neymarck, l'élément le plus important de la fortune publique (1).

Leur rôle économique a été considérable et mérite d'être examiné.

Les valeurs mobilières forment la base, la condition essentielle du développement économique du pays. Elles favorisent la concentration, l'agglomération des capitaux qui, isolés — si importants qu'ils fussent — ne pourraient financer des entreprises de large envergure. Les sociétés, groupement de capitaux, permettent à la grande industrie, au grand commerce comme à la grande finance de constituer des organismes puissants et de réaliser des projets qui, en un autre siècle, eussent été considérés comme chimériques.

C'est ainsi que des canaux ont pu être ouverts, que des compagnies de transport par mer et par terre ont été créées, que les tramways, les usines pour l'éclairage des villes par le gaz et l'électricité, la distribution de l'eau ont apporté un bien-être dont nous ne saurions plus nous passer.

De sorte qu'il n'est pas exagéré de dire que les valeurs mobilières incarnent les richesses les plus diverses : immeubles, usines, chemins de fer, navires, dettes des Etats et des sociétés, bénéfices des entreprises industrielles et financières...

Ce progrès a pu être obtenu grâce au développement des sociétés par actions et plus particulièrement de la société anonyme, permettant l'établissement et le fonctionnement d'entreprises pouvant durer de nombreuses années et qui s'accommoderaient mal de la forme moins souple des sociétés de personnes ou des sociétés par intérêts, se dissolvant par la mort de l'un des associés.

(1) Nouvelle évaluation du capital et du revenu des valeurs mobilières en France.

« La société anonyme est le levier du monde économique moderne, par l'association, la mobilisation, la concentration et la diffusion des capitaux. Tandis que la société anonyme permet de rassembler et de concentrer la puissance des capitaux pour les plus vastes entreprises, l'action, elle, permet d'en répartir la propriété et les bénéfices dans le plus grand nombre de mains. A leur source, elle fonctionne comme une pompe aspirante et foulante (1). »

Des chiffres aident à se rendre compte de l'importance croissante des sociétés par actions existant en France :

Au 31 décembre 1898 : 6.324;

Au 31 décembre 1920 : 22.666.

De plus, l'association des capitaux sous la forme d'actions ou d'obligations, permet de répartir les risques qui accompagnent toujours les affaires les mieux assises sur un grand nombre de porteurs; chaque porteur de titre est responsable pécuniairement jusqu'à concurrence de son apport, mais seulement jusque-là. Un échec atteint beaucoup de souscripteurs, mais il n'affecte chacun que pour une faible part de son avoir, sans causer de réels désastres ni des ruines irréparables.

Un autre fait économique également certain et dû à la concentration des capitaux est le développement des machines dans l'industrie; elles augmentent la production, rendent disponibles du capital et du revenu, donnent lieu par là à de nouvelles demandes de produit et à un nouveau travail.

En outre, les machines attirent l'ouvrier au lieu de le chasser, elles atténuent les causes de chômage, et enfin permettent aux patrons d'augmenter les salaires.

Le morcellement des valeurs mobilières en petites coupures de 100 francs et même de 25 francs, dans certains cas,

(1) Interpellation de M. Guillaume Chastenet sur le développement des actions à vote plural. Séance du Sénat du 8 mars 1927.

permet à toutes les classes d'en posséder. Elles présentent pour la petite épargne un excellent moyen de participer aux entreprises les plus considérables, en employant ses capitaux d'une façon productive et suivant ses goûts.

L'acquisition des titres se fait d'ailleurs avec la plus grande facilité, sans grands frais et dans les moindres délais. Les sociétés émettrices et surtout les banques avec leurs nombreuses succursales installées dans les plus petites villes, facilitent la souscription des titres dans les meilleures conditions possibles.

Le placement en valeurs mobilières offre également un avantage en permettant de percevoir la rémunération avec une certaine commodité. Le taux est d'ailleurs, la plupart du temps, aussi élevé que dans les prêts avec ou sans garantie, les locations de terre ou d'immeubles. Le porteur d'une valeur nominative n'a qu'à porter, l'échéance venue, son titre à la banque qui le lui estampillera et lui paiera immédiatement la somme représentant ses intérêts.

Si le titre est au porteur, il lui suffira de détacher le coupon correspondant à l'intérêt à percevoir et de le donner à l'encaissement dans un établissement de crédit. Dans la majorité des cas, la banque lui versera sur-le-champ les arrérages lui revenant, sous déduction de frais assez minimes.

Si le propriétaire a déposé ses titres dans une banque où il a un compte, cet établissement se chargera de toutes les formalités ci-dessus. Le montant des coupons sera versé à chaque échéance à son crédit où il pourra prélever les sommes dont il aura besoin.

Les valeurs mobilières, faciles à acquérir, ne sont pas moins aisées à réaliser. Les Bourses des valeurs sont précisément les marchés où se rencontrent l'offre et la demande de ces marchandises spéciales.

Le développement en France des valeurs mobilières est la conséquence de cette vertu d'économiser que le Français

possède au plus haut degré. C'est une qualité qui lui est unanimement reconnue et qui a reçu sa plus brillante consécration de la bouche du prince de Bülow, à la tribune du Reichstag.

Grâce à l'institution des valeurs mobilières, la fortune de tous les peuples s'est accrue, elle s'est en outre répandue, en quelque sorte diluée dans la population et c'est ce qui a permis à M. Neymarck de dire que « lorsqu'on décompose par le menu ces milliards de titres on s'aperçoit bientôt qu'il n'y a là que de la poussière de titres et de la poussière de revenus, tellement le nombre des capitalistes et rentiers qui se partagent ces titres et ces revenus est devenu considérable ».

Cette large diffusion des valeurs mobilières présente un autre intérêt qui relève de la psychologie des collectivités. N'est-on pas en droit de songer qu'elle développe l'esprit conservateur et diminue l'esprit révolutionnaire.

Tout homme qui possède un titre de rente, une obligation de chemin de fer ou du crédit foncier, sait, plus ou moins confusément, quelle que soit son ignorance en matière financière, que la valeur de celui-ci serait compromise par un bouleversement politique.

Par ailleurs, il serait désirable que chaque ouvrier devînt actionnaire de sociétés industrielles. L'exemple des magasins de la Samaritaine où 50 0/0 du capital a été attribué au personnel peut être envisagé comme une innovation en tous points heureuse.

L'antagonisme entre les travailleurs et les capitalistes s'en trouverait atténué, et d'autre part, étant à la fois travailleur salarié et capitaliste actionnaire, l'ouvrier serait naturellement porté à concilier les intérêts différents du Capital et du salariat et, par conséquent, moins exposé à suivre les campagnes d'agitation des partis extrêmes.

En outre, ne peut-on pas voir dans la diffusion des valeurs mobilières une atténuation des haines internationales? A

mesure que, dans chaque nation, se répandent de nombreux titres étrangers, les conflits internationaux semblent moins à craindre.

Cet enchevêtrement des intérêts crée une dépendance réciproque favorable au développement des intérêts pacifiques.

Mais les valeurs mobilières ne présentent pas que des avantages. L'engouement du public est devenu tel qu'on achète tout ce qui s'offre sur le marché sans considération ni de sécurité ni de prudence.

Notre législation, malgré les mesures de publicité édictées et les formalités auxquelles sont soumises les émissions et introductions de valeurs, est impuissante pour protéger efficacement l'épargne et la renseigner sur la valeur d'une affaire.

M. Nail avait proposé, précisément après les débats qui eurent lieu en 1912, à la Chambre des Députés, sur l'affaire Rochette, la création d'un *Office National des valeurs mobilières* (1). Dans la pensée de l'auteur, cet office, dont le directeur serait nommé par décret sur la proposition du Ministre des Finances, serait utile à ceux qui désirent se renseigner sur la situation d'une affaire avant d'y placer leurs fonds ou qui, devenus actionnaires ou obligataires, voudraient en surveiller ensuite le développement.

Le Rapporteur, M. Nail, expliquait ainsi le mécanisme de cet organisme :

« Cet établissement devrait avoir pour objet la réunion des renseignements de toute nature sur les sociétés par actions, et, en particulier, sur les valeurs mobilières émises, exposées, offertes, mises en vente ou introduites à toute époque en France et dans les colonies. Il aurait, en outre, pour mission essentielles d'assurer l'exécution des mesures de publicité

(1) Rapport de M. Nail, n° 2810. — 10^e législature, déposé sur le bureau de la Chambre des députés le 5 juin 1913.

prescrites par la loi et recevrait à cet effet la direction du Bulletin officiel des annonces légales et obligatoires à la charge des sociétés financières qui est aujourd'hui l'annexe du *Journal Officiel*. »

Déjà, en 1905, le distingué économiste qu'était M. R. G. Lévy écrivait, dans la *Revue d'Economie Politique*, que « la meilleure façon de protéger l'épargne, c'est de répandre à flots la lumière sur les entreprises qui la sollicitent », paroles qui ne cessent d'être vraies, même à l'heure actuelle.

En outre, M. Nail demandait que la profession de banquier fût subordonnée à certaines conditions à déterminer. Il écrivait d'ailleurs à ce sujet les lignes suivantes :

Les grands établissements de crédit sont les bergers de l'épargne. Ils drainent, détiennent et emploient la plus grande partie de cette épargne. Ils lui rendent de grands services mais l'exposent parfois à de graves dangers. L'importance formidable de leurs dépôts fait leur force et aussi leur faiblesse. En temps de crise, comment et quand pourraient se faire les remboursements? Nous sommes en face d'une situation qui appelle un contrôle, dans l'intérêt général. Il faudrait chercher des mesures qui garantissent les déposants contre toute éventualité et qui, sans troubler les dépositaires dans leurs affaires, les consolident contre des catastrophes aussi désastreuses pour eux que pour la nation entière.

L'ensemble des dispositions contenues dans le rapport de M. Nail ne présente qu'un intérêt documentaire, car ce rapport ne vint pas en discussion devant la Chambre des Députés. D'autre part, le Gouvernement refusa de se rallier aux dispositions visant la création d'un Office National des Valeurs Mobilières.

Le 21 janvier 1925, M. Chastanet, député socialiste, déposait sur le bureau de la Chambre des Députés une proposition de loi « portant sur la réglementation et le contrôle des banques » (1).

(1) Document n° 1071. — 13^e législature.

Ce texte, émanation du groupe socialiste, exige de ceux qui se proposent d'exercer la profession de banquier les conditions suivantes : être Français; avoir 25 ans accomplis; jouir de ses droits civils et politiques.

De plus, l'auteur de cette proposition préconise la constitution, auprès du Ministre du Commerce, d'un Conseil Supérieur des Banques, composé de parlementaires, de hauts fonctionnaires et de techniciens représentants des différentes sortes de banques.

La protection de l'épargne doit être assurée par le contrôle qu'exerce ce Conseil; ce dernier sera consulté chaque fois qu'il s'agira du contrôle de l'emploi des dépôts. Il aura à se prononcer sur l'introduction des valeurs françaises ou étrangères. Il assurera la réglementation des bilans.

A l'heure actuelle, ce document n'a pas encore fait l'objet d'un rapport.

Cependant le fond de cette proposition a été développé lors de la discussion de l'interpellation de M. Chastanet sur « le dernier scandale Rochette et sur les mesures que le Gouvernement compte prendre pour protéger l'épargne publique et le crédit de l'Etat lui-même d'une nuée de financiers et de banquiers plus ou moins véreux ».

M. Chastanet n'a pas manqué de s'élever contre ces « puissances d'argent » : la finance et la banque, et pour assurer une plus grande protection de l'épargne, il voudrait que les prospectus employés pour le placement des valeurs françaises ou étrangères soient signés de personnes sérieuses et solvables.

En outre, il demandait que le contrôle et la réglementation des banques devienne une réalité, et que l'exercice de la profession de banquier soit soumise aux conditions que nous connaissons par les lignes qui précèdent.

M. Poincaré, Président du Conseil, Ministre des Finances,

a déclaré d'abord que le contrôle des banques n'irait pas sans de graves inconvénients :

Il ne serait pas facile et il pourrait être parfois vexatoire d'organiser un contrôle plus général. Un contrôle fiscal, c'est bien entendu — et celui-là fonctionne, je vous l'assure, avec sévérité — existe; nous l'avons même renforcé dans ces derniers temps. Mais un contrôle technique, un contrôle général, un contrôle bancaire, c'est chose singulièrement plus compliquée. Tous les établissements de crédit n'ont pas exactement le même objet ni le même mode de fonctionnement. Il y a souvent des différences très considérables entre le rôle rempli par une banque de dépôts et les opérations faites par des banques d'affaires. Le contrôle ne saurait donc pas être uniforme. Il devrait s'adapter à des circonstances extrêmement variées.

Dès lors, je me demande et les services administratifs compétents eux-mêmes se demandent si, en fait, il serait jamais possible d'établir un contrôle de cette sorte, à moins de limiter trop étroitement l'activité bancaire et de nuire, par suite, gravement à la vie économique du pays.

Le droit de regard de l'Etat que vous voulez instituer, et que vous n'avez pas précisé, que vous avez eu soin de ne pas préciser, — vous avez laissé au ministre compétent, c'est-à-dire au **Ministre** des Finances, pensez-vous, le droit de faire un décret en cette matière; je vous remercie de cette confiance (*Sourires*), mais je vous assure qu'il me sera très difficile d'établir ce décret — ce droit de regard s'exercera-t-il *a priori*? Dans ce cas, messieurs, il pourrait risquer d'entraver le libre jeu de la concurrence entre les banques. Ce droit de regard s'exercera-t-il *a posteriori*? Dans ce second cas, il ne ferait que superposer au régime actuel une formalité administrative qui aurait les plus grandes chances de rester tout à fait inefficace.

Ou bien ce droit portera sur les opérations comptables seules, et alors il n'offrira vraiment que bien peu d'intérêt; ou bien il s'étendra à toutes les opérations des banques et, dans ce cas, on ne voit guère comment il pourrait s'exercer sans que fussent enlevées aux assujettis les garanties et la liberté nécessaires au bon fonctionnement de toutes les affaires privées.

Et un peu plus loin, M. Poincaré indique quelle conséquence entraînera le contrôle des établissements de crédit :

Si le contrôle des banques est institué, n'importe quel établissement de crédit, grand ou petit, aura le droit de se prévaloir d'une mention analogue à celle que propose, du reste, l'honorable M. Simon Reynaud dans sa proposition : « Etablissement privé assujéti au contrôle de l'Etat. »

Aux yeux des déposants, aux yeux des épargnants, aux yeux des clients les plus modestes, aux yeux du public le plus humble, tous les établissements de crédit, quels qu'ils soient, auront indistinctement le droit de se présenter comme couverts par une sorte d'investiture officielle. Ils seront mis exactement sur un pied d'égalité. On ne fera plus aucune différence entre eux. On s'adressera aveuglément aux uns comme aux autres, parce qu'on les considérera tous comme surveillés par l'Etat et parce que qui lit « surveillé », croit souvent lire « garanti ».

Il est même à craindre que le public ne soit conduit à penser que le contrôle de l'Etat s'exerce jusque sur l'emploi des fonds sous-crits. Et chaque fois qu'il se produira un accident, chaque fois qu'il y aura une faillite, une déconfiture ou une défaillance quelconque de la part d'un débiteur, l'Etat sera tenu pour moralement responsable des pertes subies.

Vous voyez quelles seraient les conséquences financières et sociales de pareilles confusions.

Mais par contre, la réglementation de la profession de banquier apparaît, au contraire, comme une mesure relativement facile. M. Raymond Poincaré lit, à ce sujet, une note qui a été établie par la section financière du Parquet de la Seine :

« La nécessité de réglementer la profession de banquier a toujours été proclamée; elle s'impose particulièrement dans les circonstances actuelles. » — Cette note est toute récente, et c'est à moi-même qu'elle a été adressée. — Jadis, cette profession avait un objet principal et pour ainsi dire exclusif : le commerce bancaire. Depuis la guerre, il faut y ajouter les négociations sur les monnaies et sur les devises étrangères.

Au cours de ces dernières années, l'exercice non réglementé de la profession de banquier n'a fait qu'engendrer des abus et des scandales. Le premier venu, quelle que soit sa nationalité, même pourvu d'un casier judiciaire, peut s'installer comme banquier sans avoir à justifier de ses origines ni de ses moyens et faire même, dès sa sortie de prison, un appel illimité au crédit public. Il en résulte que, sauf de rares exceptions, l'épargne peut être considérée comme n'étant pas protégée.

C'est, en effet, ce défaut de réglementation qui, depuis toujours, a frappé le parquet de la Seine et plus particulièrement sa section financière, créée en 1912 et réorganisée en 1923.

En 1912, j'avais déjà, par mégarde, l'honneur d'être Président du Conseil (*Sourires.*) et c'est d'accord avec moi que M. Briand avait créé la section financière au tribunal de la Seine.

M. de Moro-Giafferri. — Elle a rendu les plus grands services. (*Très bien! très bien!*)

M. le Président du Conseil. — Les magistrats qui ont dirigé ce service n'ont pas cessé de constater que ce sont les mêmes individus qui, après avoir purgé des condamnations pour escroquerie, abus de confiance, infraction aux lois sur les sociétés, s'établissent à nouveau comme banquiers, soit sous leurs noms, soit sous de faux noms, soit au moyen de personnes interposées et qui, instruits par l'expérience d'une jurisprudence pénale qui leur a été appliquée, s'emploient à drainer l'épargne publique, en essayant de ne pas tomber à nouveau sous le coup de la loi.

En réalité, ils commettent les mêmes délits. Les nouvelles poursuites exercées contre eux révèlent alors leur véritable identité et l'opinion, mal informée, s'étonne de voir que les Pouvoirs Publics et la justice n'aient pu s'opposer à leur résurrection et n'aient connu leurs agissements... — j'aimerais mieux une autre expression : « leurs actes coupables », par exemple — que lorsque des plaintes nouvelles arrivent et quand ils ont à nouveau semé des ruines.

Parmi les mesures à prendre, il y en a qui ne peuvent vraiment provoquer aucune contradiction.

Il est naturel et il est désirable d'interdire la profession de

banquier aux étrangers ressortissant à des pays où nos nationaux ne peuvent pas exercer cette même profession.

Il est naturel et il est désirable d'opposer la même interdiction aux individus qui ont subi des condamnations pénales ou même qui ont été mis antérieurement en faillite.

Les agissements de certains banquiers et financiers qui spéculent sur la bonne foi et la crédulité du public ne peuvent que jeter la suspicion et le discrédit sur les personnes innocentes qu'on a le tort de confondre avec eux.

M. Poincaré termine ainsi son intervention à la tribune :

« La profession de banquier, je le dis hautement, est une profession parfaitement honorable. Cette profession contribue à la prospérité de notre commerce et de notre industrie. Elle est le facteur important de notre richesse nationale. Il est juste qu'elle soit mise à l'abri de généralisations absurdes. »

Enfin, une proposition de loi toute récente, déposée sur le Bureau de la Chambre des Députés par M. Antériou (1), a pour but de réglementer la profession de banquier.

Selon le texte de l'article 1^{er} de cette proposition, toute personne qui veut fonder ou gérer une banque ou un établissement de crédit quelconque, doit faire une déclaration indiquant notamment :

1° Ses nom, prénoms, lieu de naissance, profession et domicile;

2° Le siège de sa banque ou maison de commerce, ainsi que celui de ses succursales;

3° La qualité en vertu de laquelle il agit, soit pour son compte, soit pour autrui et, dans ce cas, la désignation de ses commettants.

En outre, le déclarant devra justifier de sa nationalité.

(1) Document n° 4166. — 13^e législature, du 13 mars 1927.

et, s'il est étranger, avoir résidé en France, ou dans les colonies, ou dans les pays de protectorat depuis cinq ans au moins.

Ces conditions d'aptitudes posées, ne peuvent exercer la profession de banquier les mineurs, faillis et les interdits.

De plus, ne peuvent se livrer aux opérations prévues à l'article premier, soit par eux-mêmes, soit par personnes interposées :

1° Les individus condamnés pour crime de droit commun;

2° Ceux qui auront été condamnés à une peine quelconque pour vol, recel, abus de confiance, escroquerie, infractions à la loi du 24 juillet 1867 sur les sociétés (art. 13, 14 et 15);

3° Les étrangers n'ayant pas cinq années de résidence.

La déclaration ainsi exigée préalablement à toute ouverture d'une banque doit être faite à la Préfecture de Police, et doit permettre au Parquet, sans doute à la section financière, d'exercer un contrôle et une surveillance sur les nouveaux établissements de crédit.

Mais l'auteur de cette proposition a omis de fixer l'autorité qui aurait pour mission, le cas échéant, de refuser l'autorisation ou d'interdire l'ouverture d'une banque, les conditions précédemment fixées n'étant pas remplies.

Ce texte, n'ayant pas encore fait l'objet d'un rapport, la Chambre n'a pas eu à l'examiner jusqu'à présent.

De ce qui précède, il résulte que cet ensemble de réformes constitue ce que M. Neymarck appelait une « œuvre de prophylaxie financière ».

Mais le remède, à notre sens, réside uniquement dans l'éducation financière des épargnants.

Des cours, à la portée de tout le monde, devraient être professés, des manuels simples et clairs déposés dans les

bibliothèques publiques seraient peut-être de nature à donner, à ceux qui auraient lu ou entendu, la notion du danger et le désir de se renseigner avant d'acquérir des titres.

Comme M. de Folleville, nous pensons que « ce qu'il importerait surtout, ce serait de faire, dans les écoles, au point de vue financier, l'éducation de l'homme du peuple, afin qu'il ne reste pas cet homme naïf, par trop confiant, si souvent prêt à écouter les conseils intéressés des exploiters. — Eduquer et instruire l'épargne, voilà qui est essentiel tout d'abord. »

Malgré ces inconvénients, les valeurs mobilières présentent néanmoins des avantages certains, qui suffisent amplement à expliquer le nombre toujours croissant et la faveur dont elles sont entourées en France, comme d'ailleurs dans tous les pays.

Nous consacrerons maintenant les lignes qui vont suivre à une étude statistique du marché financier de Paris avec tous les éléments que nous avons pu trouver.

SECTION II. — Statistique

L'extension des valeurs mobilières a constitué le grand progrès du XIX^e siècle. Leur essor a été en France, comme partout ailleurs, énorme et rapide. Quelques chiffres vont nous fixer :

En 1815, le capital nominal des valeurs mobilières française était de 1.500 millions de francs. En 1830, il est de 4.850 millions, puis de 8.980 millions en 1850, de 25.612 millions en 1869.

Les grands travaux, la reconstitution du matériel de guerre, les emprunts de libération après la guerre de 1870

accrurent considérablement le capital des valeurs mobilières nationales auxquelles viennent s'ajouter des valeurs étrangères.

En 1892, les chiffres sont les suivants :

Valeurs françaises.	56.286 millions
Valeurs étrangères	21.000 —
Total. . .	77.286 —

et en 1912 :

Valeurs françaises.	69.240 millions
Valeurs étrangères.	42.675 —
Total. . .	111.915 —

La progression des valeurs mobilières, établie par M. Neymarck, l'éminent statisticien dont l'autorité est universelle et incontestée, est la suivante :

Années	Montant du capital du portefeuille français	Dont en titres étrangers (fonds d'Etat compris)
Milliards de Francs		
1850	9	»
1860	31	»
1869	33	10
1880	56	15
1890	74	20
1902	87 — 90	25 — 27
1904	90 — 93	27 — 30
1906	97 — 100	30 — 32
1908	103 — 105	32 — 35
1910	106 — 110	38 — 40
1912	108 — 115	40 — 42

Avec la guerre, le montant des titres mis en circulation s'est enflé d'une façon démesurée du fait des émissions presque permanentes soit de l'Etat, soit des sociétés privées produisant pour la Défense Nationale. Par ailleurs, des lois de restriction — 31 mai 1916, 4 avril 1918 — ont considérablement diminué l'émission des valeurs étrangères en France.

De 1913 à 1921, le montant des capitaux effectivement versés par les souscripteurs, y compris les emprunts publics, s'établit ainsi qu'il suit (1) :

1913	3.367 millions, dont	1.807 de valeurs étrangères			
1914	5.463 —	—	1.932	—	—
1915	17.904 —	—	50	—	—
1916	16.131 —	—	70	—	—
1917	19.865 —	—	231	—	—
1918	24.919 —	—	35	—	—
1919	35.068 —	—	116	—	—
1920	45.421 —	—	29	—	—
1921	39.350 —	—	97	—	—

L'accroissement considérable des valeurs mobilières nationales, est constitué presque uniquement par des émissions d'emprunts de la Défense Nationale.

*
**

Parallèlement à l'extension des valeurs mobilières, les Bourses et particulièrement celle de Paris, voyaient le volume de leurs affaires augmenter dans des proportions dont les chiffres vont, encore une fois, nous aider à en saisir l'importance.

La science statistique de M. Neymarck va nous fournir les éléments nécessaires à définir cette comparaison.

En 1900, la somme des valeurs cotées s'élevait à 80 milliards et en 1912 à 170 milliards qui se décomposent ainsi :

Marché officiel de Paris: 142 milliards, dont 70,105 de valeurs françaises et 17,904 de valeurs étrangères.

Marchés en banque et hors cote de Paris: 23 milliards.

Bourses de province: 5 milliards.

(1) Communication de l'Association Nationale des Porteurs français de valeurs mobilières des 6 mai 1921 et 3 mars 1922.

D'autre part, en 1805, on comptait 5 valeurs cotées à la Bourse de Paris, en 1809 on en comptait 402 et en 1900 on en comptait plus de mille.

Voici, pour quelques années, le nombre des valeurs négociables au marché officiel de Paris, ainsi que le nombre de titres représentés, le capital nominal et la valeur vénale de ces valeurs :

Années	Nombre de valeurs	Nombre de titres	Valeur nominale	Valeur au cours du 31 décembre
1902	1.078	148.666.140	130.303.767.800	130.119.932.300
1904	1.083	130.476.075	130.079.673.800	130.101.386.200
1906	1.155	144.125.822	133.441.684.300	132.451.448.400
1908	1.212	110.416.674	134.694.485.300	133.383.070.500
1910	1.322	120.730.067	141.031.737.600	142.513.303.400
1912	1.456	135.235.899	145.332.290.400	142.198.593.400

Par ailleurs, les chiffres des admissions et introductions de valeurs françaises et étrangères pendant les treize années qui ont précédé la guerre, tant au Parquet que sur le marché en banque, sont les suivants :

Marché officiel

Années	Nombre de titres	Valeur nominale	Valeur au 1 ^{er} cours	Valeur au cours de décembre
En Millions de Francs				
1900	2.896.078	2.232	2.188	2.168
1901	1.855.923	2.307	2.550	2.527
1902	1.285.559	1.384	1.356	1.355
1903	2.784.947	1.405	1.324	1.324
1904	3.726.990	1.655	1.652	1.682
1905	6.301.813	2.628	2.665	2.612
1906	9.519.722	3.829	3.964	3.942
1907	4.237.911	1.771	1.910	1.853
1908	4.756.249	2.044	2.086	2.099
1909	9.369.731	3.397	3.473	3.712
1910	12.110.949	5.068	4.740	4.754
1911	9.255.393	3.739	4.088	4.018
1912	10.460.371	3.835	4.487	4.397

Marché en banque et hors cote

Années	Nombre de titres	Valeur nominale	Valeur au 1 ^{er} cours	Valeur au cours de décembre
		En Millions de Francs		
1900	3.024.322	238	393	335
1901	3.362.410	427	408	382
1902	5.405.385	224	476	414
1903	4.388.000	1.829	1.800	1.773
1904	8.923.434	2.027	2.330	2.433
1905	11.697.289	1.205	1.576	1.433
1906	22.850.312	9.166	7.020	7.290
1907	4.559.782	617	903	770
1908	4.269.909	1.109	1.231	1.117
1909	11.487.680	791	1.642	1.536
1910	9.444.124	973	1.385	1.310
1911	7.540.271	736	888	837
1912	12.766.380	869	1.202	1.203

Pendant la période de guerre, les admissions et introductions de titres au marché officiel de la Bourse de Paris, ont subi des fluctuations que les chiffres suivants vont faire ressortir (1). A ces chiffres, il faudrait ajouter le montant des emprunts de la Défense Nationale qui n'y sont pas compris et dont l'admission à la cote s'effectue d'office :

Années	Valeurs françaises		Valeurs étrangères	
	Nombre de titres	Valeur nominale en Millions	Nombre de titres	Valeur nominale en Millions
1913	4.346.148	1.701	2.420.710	1.552
1914	492.344	774	4.246.070	2.066
1915	131.000	54	100.000	50
1916	334.857	153	100.833	29
1917	5.351.062	1.944	»	»
1918	3.208.825	1.013	173.000	86
1919	17.595.009	8.184	456.534	81
1920	»	13.000	»	125
1921	»	13.037	»	133

(1) Ces différents chiffres ont été extraits de l'Annuaire de l'Association des Porteurs français de valeurs mobilières 1915-1920, du *Moniteur des Intérêts matériels* — février 1922 — et de l'*Economiste Européen* — février 1922.

Dès 1916, pour les valeurs françaises, le nombre des admissions s'accroît, pour atteindre les chiffres considérables de 1920 et 1921.

Pour les valeurs étrangères, ce dernier tableau indique d'une façon très nette la répercussion des lois de circonstances, mesures qui furent prises par le Gouvernement en vue de réserver les ressources de la Nation pour les besoins de la Défense Nationale.

D'autres raisons peuvent être cherchées à la brusque descente qui s'est produite de 1913 à 1914 et qui tiennent aux événements qui ont provoqué la guerre européenne. D'autre part, la Bourse est restée fermée du 3 septembre au 7 décembre 1914 et le marché à terme ne fut rouvert que le 2 janvier 1920.

La paralysie des affaires a été très nettement accusée par le rendement de l'impôt sur les opérations de Bourse, qui est allé en diminuant dans les premières années des hostilités, comme l'indique le tableau qui suit :

Années	En Milliers de Francs
1913	9.695
1914	5.218
1915	1.273
1916	2.250
1917	2.722
1918	2.492
1919	7.146
1920	24.492
1921	19.425

Le chiffre normal d'avant-guerre était de 15.132.000 fr.

L'année 1913 elle-même a été une année de dépression économique, reflétant déjà les craintes de l'avenir.

En 1920, jamais l'impôt sur les opérations de Bourse n'avait autant produit : c'est le résultat de la loi du 25 juin 1920 et de la spéculation qui caractérise la période

d'après-guerre, et dont la Bourse n'est pas le seul théâtre.

Pour les quatre dernières années, 1923, 1924, 1925 et 1926, M. G. Olphe Galliard a publié dans *l'Information* (1), sous le titre « La fortune mobilière de la France », une série d'articles où il s'est efforcé de nous donner une évaluation, au cours de fin d'année, de tous les titres admis à la cote des Agents de change, à celle du Syndicat des Banquiers et à celle des principales Bourses départementales.

Avant de donner les chiffres qu'il a obtenus, M. Olphe Galliard dit notamment, au début de son étude, que :

Les chiffres antérieurs à 1914 ne sont plus comparables à ceux d'aujourd'hui : les divers compartiments des valeurs mobilières ont subi trop de transformations dans leur composition et leur évaluation, la valeur des chiffres a trop perdu de sa signification par suite des cataclysmes des changes, pour qu'une statistique de 1923 puisse se comparer à celle de 1906. Elle peut seulement servir de point de départ à de nouvelles recherches et permettre, dans les années qui suivront, de mesurer le sens et l'intensité des mouvements du marché financier.

Cette restriction étant faite, M. Olphe Galliard aboutit aux sommes suivantes :

Années	Valeurs françaises	Valeurs étrangères	Total
	En Milliers de Francs		
1923	310.305.554	123.773.533	434.079.087
1924	298.424.599	121.883.564	420.308.163
1925	293.230.592	181.450.819	474.681.411
1926	335.460.141	189.096.570	524.556.711

En ce qui concerne la situation des valeurs admises à la cote officielle à la date du 31 mars 1925, les chiffres suivants nous ont été communiqués très aimablement par M. Decoudu,

(1) *L'Information* des 14 mai 1924 — 11, 29, 30 avril et 2 mai 1925 — 3 avril, 13, 14 août 1926 — 24, 25, 26, 27 février 1927.

Chef du Service de la Cote à la Chambre Syndicale des Agents de change :

	Capital nominal	Capital au cours du 31 mars 1925
Valeurs françaises	254.674.734.435	202.432.662.360
Valeurs étrangères.	72.178.051.050	80.090.978.920
Soit un total général de toutes les valeurs admises de	326.852.785.485	282.523.641.280

D'après M. Neymarck, lors du Congrès International de Statistique de Vienne, en 1913, la répartition des valeurs mobilières s'établissait comme suit à la fin de 1912 :

	Valeurs mobilières	dont placements à l'étranger	Fortune totale
En Milliards de Francs			
Grande-Bretagne . . .	145 à 150	96	375 à 450
Etats-Unis.	135 140	15	700 980
France	108 115	42	250 300
Allemagne.	100 110	25	377 500
Russie.	32 35	»	»
Autriche-Hongrie . . .	25 26	»	»
Italie	16 18	»	»

Ces chiffres, qui sont particulièrement intéressants, donnent une idée de l'importance du marché financier français, qui se classait, immédiatement avant la guerre, parmi les trois premiers marchés du monde au point de vue de l'importance absolue de ses valeurs mobilières, et parmi les deux premiers au point de vue de l'importance des valeurs étrangères. C'est cette situation qui a permis à M. G. Paillard,

professeur à l'Université de Lausanne, d'écrire que « la Bourse de Paris était ainsi un facteur essentiel dans le mécanisme financier du monde ». Elle devait cette situation à l'abondance et au bon marché de son crédit, à la force d'épargne du pays (évaluée de 3 à 5 milliards de francs par année) et enfin à l'activité remarquable que les banques françaises ont déployée dans la négociation des affaires internationales et tout spécialement des emprunts d'Etat.

« A ce dernier point de vue, *le marché de Paris avait pris sans conteste — avant la guerre — la première place dans le monde.* Sans doute, les émissions totales du marché de Londres étaient beaucoup plus importantes que celles de Paris. Sans doute aussi les placements britanniques aux colonies et à l'étranger s'élevaient à un total beaucoup plus considérable que ceux de la France, ainsi qu'il résulte du tableau ci-dessus. Mais le marché français s'était fait une véritable spécialité des émissions de valeurs d'Etat étrangères, soit que ces valeurs correspondent à un goût particulier de ses capitalistes, dont on a dit qu'ils ont une « mentalité d'obligataires », soit que ses banques y aient été poussées par de grosses commissions en négligeant ainsi les entreprises nationales, soit enfin que le Gouvernement lui-même ait aussi encouragé certains emprunts comme les emprunts russes ou l'emprunt ture de 1914. »

A la veille de la guerre, la Bourse de Paris fixait le crédit d'une quarantaine de nations, et c'est en considération de ce fait que M. Neymarck a pu dire qu'il suffisait « de prendre une cote de la Bourse de Paris pour apprendre la géographie ».

Mais la guerre a apporté des changements considérables et durables. Elle a provoqué l'effondrement des valeurs russes et autrichiennes, le rapatriement des titres anglais, américains ou neutres, que leurs propriétaires français ont dû réa-

liser du fait de la hausse des changes, de sorte qu'à l'heure actuelle, le portefeuille français se trouve très diminué. D'autre part, la France s'est considérablement endettée, surtout envers les États-Unis et l'Angleterre.

M. G. Paillard conclut en ces termes :

L'importance internationale du marché français se trouve ainsi très réduite par rapport à ce qu'elle était avant la guerre. La Bourse de Paris est plus ou moins dépendante de celles de Londres ou de New-York, par suite des fluctuations du change et par le fait qu'un certain nombre de valeurs traitées à Paris, telles que les actions d'entreprises cuprifères, pétrolifères et minières ont leur marché principal sur ces dernières places. Et la situation financière est actuellement telle qu'il ne semble pas probable que la France puisse, de longtemps, jouer le même rôle qu'avant la guerre en matière de valeurs étrangères et spécialement de fonds publics.

SECTION III. — Le Marché Financier de Paris

Le contrôle des Pouvoirs Publics sur le marché financier s'exerce en vertu de quelques textes dont le principal et le plus important est le décret du 7 octobre 1890, qui a donné à la Bourse le caractère qu'elle possède encore à l'heure actuelle.

Le marché financier de Paris présente cette caractéristique curieuse d'être à la fois divisé en deux organismes qui semblent se contrarier et qui cependant fonctionnent côte à côte et ne s'ignorent pas complètement.

1° *Le marché officiel* ou *Parquet*, sous la dépendance des agents de change;

2° *Le marché en banque* ou *Coulisse*, toléré pendant longtemps et enfin reconnu dans une certaine mesure.

I. *Marché officiel*. L'historique du marché officiel a été

traité dans la première partie de notre thèse. Le monopole des agents de change, quoique modifié à plusieurs reprises, a été organisé en 1890 et 1898 où le nombre des agents de change a été porté à 70.

Les agents de change sont des officiers ministériels assermentés, dont les attributions ont primitivement été fixées par l'article 76 du Code de Commerce, dans les termes suivants :

Ils ont seuls le droit de faire les négociations des effets publics et autres susceptibles d'être cotés; de faire, pour le compte d'autrui, les négociations des lettres de change ou billets et de tous papiers commercables et d'en constater le cours. Les agents de change pourront faire, concurremment avec les courtiers de marchandises, les négociations et le courtage des ventes ou achats des matières métalliques. Ils ont seuls le droit d'en constater le cours.

En fait, les agents de change n'exercent, actuellement, qu'une partie des attributions qui leur ont été conférées par privilège : ils ne négocient plus les effets de commerce, ni les monnaies et métaux précieux; leur rôle, à cet égard, se borne à l'enregistrement des cours. Le monopole n'est revendiqué par la compagnie qu'en ce qui concerne les valeurs mobilières, et encore est-il limité à la négociation des valeurs admises à la cote officielle.

Les prérogatives dont jouissent les agents de change ont pour contre-partie une réglementation et un ensemble d'obligations établies par une série de textes destinés à entourer les négociations du maximum de garanties.

Les agents de change sont nommés par décret contre-signé, soit par le Ministre des Finances, soit par le Ministre du Commerce, suivant qu'ils exercent leur ministère près d'une Bourse pourvue ou non d'un parquet.

Les agents de change sont donc titulaires d'une charge ou office qu'ils transmettent suivant des modalités nettement

déterminées. Le choix ne peut porter que sur un sujet français, âgé d'au moins 25 ans, jouissant de ses droits civils et politiques, et ayant satisfait à la loi sur le recrutement.

En plus de ces trois conditions d'ordre général, la question d'aptitudes professionnelles, comme sous l'ancien régime, n'est pas négligée : le candidat doit avoir travaillé pendant quatre ans au moins chez un agent de change, dans une maison de banque ou de commerce ou chez un notaire.

L'agent de change doit également avoir prêté serment devant le Tribunal de Commerce ou à défaut devant le Tribunal civil, de remplir la fonction avec honneur et probité.

En outre, les Pouvoirs Publics, tenant à connaître la situation financière de chacun des agents de change, le projet de convention relatif à l'adjonction de bailleurs de fonds est communiqué au Ministre des Finances, après examen par la Chambre syndicale. Au cas où cette adjonction n'aurait lieu qu'en cours d'exercice, le ministre doit avoir communication de cet acte.

Enfin la Chambre syndicale donne son approbation à la présentation des candidats. Notons à ce sujet que ce n'est pas un simple avis qui lui est demandé, mais une approbation formelle, la responsabilité de la Chambre syndicale étant engagée devant le Ministre des Finances (1).

De plus, les offices d'agent de change ne peuvent être ni créés, ni supprimés qu'en vertu d'un décret contresigné par le ministre suivant la distinction faite plus haut.

Le candidat agent de change doit avoir acquis un office ou charge, car ces offices ont ceci de particulier qu'ils peuvent être cédés par leurs titulaires à un successeur.

Au début du XIX^e siècle, leur commission était viagère et révocable. Mais en 1816, l'article 91 de la loi de finances

(1) Arrêt de la Cour de Paris de 1891.

du 28 avril leur accorda, comme aux autres officiers ministériels, le droit de présenter leurs successeurs à l'agrément du Gouvernement. Ils acquéraient, en fait, la propriété de leur charge, et pouvaient la céder à prix d'argent.

La raison sociale d'un agent de change porte le nom du titulaire ayant les capitaux nécessaires à la formation de cette raison sociale : ce titulaire est quelquefois seul, mais la plupart du temps les fonds sont complétés par des commanditaires. Cette réunion, sous un seul titre, s'appelle « charge ».

A Paris, la charge d'un agent de change est au capital de 2.500.000 francs, divisé en 100 parts de 25.000 francs chacune; 250.000 francs sont déposés à titre de cautionnement dans les caisses du Trésor; 1.000.000 de francs environ représentent le prix de la charge, et le reste est déposé partie à la Banque de France, comme garantie et cautionnement de virements et en compte courant, partie à la Chambre syndicale.

Le titulaire de la charge doit être possesseur d'au moins 40 parts, c'est-à-dire de 10 parts représentant le cautionnement de l'Etat et du tiers des autres parts. Les parts restantes sont réparties entre les commanditaires qui prennent le nom d' « associés d'agents de change ».

Les parts donnent droit à un intérêt annuel et à un dividende s'il y a des bénéfices : avant la guerre, on considérait une répartition de 10 à 15 0/0 comme un gros dividende, et de 5 0/0 comme médiocre.

L'agent de change et ses associés forment une sorte de société qui, quoique organisée par le Code de Commerce, n'est pas une société commerciale. On ne peut, en effet, la rapprocher ni de la société en participation, ni de la société en commandite simple.

A la différence de la participation, elle doit être publiée et les bailleurs de fonds sont tenus envers les tiers jusqu'à

concurrence de leur mise, tandis que les participants ne sont nullement obligés.

D'autre part, elle se différencie de la société en commandite simple en ce que la part minima de l'associé gérant — l'agent de change — est fixée par la loi et en ce qu'une seule personne, le titulaire de l'office, peut être tenu *in infinitum* et enfin par le contrôle exercé par la Chambre syndicale sur l'association.

Un associé ne peut se retirer, ni céder sa part sans l'agrément du titulaire de la charge et de la Chambre syndicale.

On peut donc dire que cette société est une société *sui generis* (1).

Au surplus, les associés ne peuvent s'immiscer dans la direction de la charge, et sont tenus dans la limite de leurs apports.

De la reconnaissance du droit de propriété des offices, il résulte que l'Etat ne pourrait pas supprimer le monopole sans indemniser les titulaires.

La compagnie des 70 agents de change constitue ce qu'on appelle le *Parquet*, être moral, administré par la Chambre syndicale composée d'un syndic et de huit adjoints, élus par les agents de change réunis en assemblée générale annuelle.

La compagnie des agents de change est responsable avec sa fortune et la valeur des offices et des cautionnements des engagements de bourses de chacun de ses membres.

Si l'on en croit M. Coffinières, les défaillances des agents de change étaient, autrefois, assez fréquentes : sur 121 agents portés dans le tableau pendant les années antérieures à 1824, 4 s'étaient suicidés de ne pouvoir tenir leurs engagements et 60 avaient failli, causant à leurs créanciers des pertes énor-

(1) Répertoire Dalloz.

mes. Par la suite, ces défaillances sont devenues excessivement rares.

L'organisation actuelle de la Bourse de Paris, ainsi qu'elle vient d'être définie, lui assure un crédit que lui envient bien des Bourses étrangères.

Le nombre de 70 agents de change pour la Bourse de Paris ne serait évidemment pas assez élevé pour satisfaire à toutes les demandes. Aussi sont-ils représentés par des auxiliaires — commis principaux et fondés de pouvoirs — en nombre réduit, et agréés par la Chambre syndicale.

Il n'y a qu'à la *corbeille*, cet espace circulaire ménagé au milieu de l'immense salle qui forme l'intérieur de la Bourse, et limité par une balustrade autour de laquelle se tiennent les agents de change, pour effectuer à haute voix leurs opérations, que les agents ne peuvent être représentés. En cas d'absence, les ordres sont obligatoirement exécutés par un confrère.

La diversité et le grand nombre des opérations que les agents de change sont appelés à effectuer les a amenés à réaliser une certaine division du travail nécessaire à l'exécution rapide des ordres, mais cette pratique n'a pas été sans soulever divers abus qui ont fait l'objet de critiques. M. Manchez, dans le *Temps* du 2 octobre 1922, écrivait notamment :

Les principales valeurs du marché officiel sont réparties entre les agents de change, devenus ainsi des spécialistes pour la négociation des valeurs dont le marché leur est confié. Ils en sont les maîtres et cotent en conséquence les cours qui leur conviennent, c'est-à-dire trop souvent ceux qui répondent à leurs exigences. Qu'importe si ces abus écartent la clientèle du marché officiel, du moment que certains agents de change s'assurent ainsi — on suppose bien que ce n'est pas sous leur propre nom — des bénéfices quotidiens autrement rémunérateurs que les simples courtages d'intermédiaires ! Sans doute cette façon de procéder par spécialisation simplifie les opérations de vente et d'achat des va-

leurs qui, pour être correctes et conformes aux règlements, devraient donner lieu à des cours débattus et criés à haute et intelligible voix. Mais l'abus qu'on en fait soulève les protestations légitimes de la clientèle. La meilleure façon d'y remédier est d'augmenter le nombre des groupes réservés aux négociations des grandes valeurs. En quelques instants, les demandes et les offres peuvent être satisfaites à des cours publiquement débattus. Il est vrai que ce moyen n'est peut-être avantageux que pour la clientèle, mais l'agent de change n'a-t-il pas assez et ne doit-il pas se contenter du droit de courtage que lui confère la loi.

II. *Marché en Banque.* Ce marché auquel on donne encore le nom de *Coulisse* est caractérisé par son organisation relativement libre et opposée au monopole des agents de change et qui, dans une certaine mesure, a été légalement reconnu.

Ce marché fut d'ailleurs, pendant longtemps, désigné sous le nom de marché libre. Mais, à l'heure actuelle, cette appellation doit être exclusivement réservée à un autre marché, qui s'est créé à côté de la Coulisse, le marché hors cote, et dont nous parlerons plus loin.

L'origine de la Coulisse se trouve dans ces courtiers qui ne pouvaient prétendre, sous l'ancien régime, à faire les opérations réservées aux seuls courtiers et « agents de change » que les Edits et Ordonnances avaient institués.

Coulisse et Parquet n'ont pas toujours eu de bonnes relations de voisinage; sans vouloir entrer dans le fond de leurs querelles, nous dirons pour essayer d'éclairer la question que la lutte entre ces deux organes repose sur l'interprétation donnée à l'article 76 du Code de Commerce qui dispose que : « Les agents de change constitués de la manière prescrite par la loi ont seuls le droit de faire les négociations des effets publics et autres susceptibles d'être cotés. »

D'après la jurisprudence, ce droit exclusif ne s'applique pas aux négociations de valeurs conclues directement entre les parties, lorsque ces opérations ont lieu au comptant, c'est-

à-dire suivies de la livraison des titres vendus et du paiement de leur prix.

Le monopole des agents de change joue d'une façon certaine pour toutes les autres négociations de titres « susceptibles d'être cotés ».

Deux interprétations peuvent être retenues, en cherchant à expliquer ces mots un peu obscurs du code :

Doit-on entendre par là toutes les valeurs qu'il serait possible d'admettre à la cote, autrement dit, toutes les valeurs mobilières?

Ou bien ne doit-on voir que les valeurs effectivement cotées effectivement inscrites à la cote officielle du Parquet?

Les agents de change, défendant leurs privilèges, soutinrent pendant longtemps la première interprétation : droit exclusif de négocier tous les titres quels qu'ils soient, et par conséquent, illégalité de la Coullisse. En droit, cette prétention pouvait se défendre, mais en fait, certaines valeurs exclues par la Chambre syndicale devaient pouvoir trouver des intermédiaires pour être négociées. Ces intermédiaires, autres que les agents de change, existaient à la Coullisse, dont la raison d'être s'imposait pour toutes les valeurs non cotées au Parquet.

Mais ces intermédiaires, dont aucune obligation légale ne bridait la liberté d'action, avaient tendance à développer de plus en plus leur activité et à empiéter sur le marché officiel : peu à peu ils en vinrent à traiter toutes les valeurs, et surtout les rentes nationales.

Les agents de change protestèrent, mais longtemps sans succès. C'est seulement en 1859 qu'ils obtinrent une condamnation contre les coullissiers, et leur expulsion de la Bourse.

La Coullisse ne tarda pas à reparaitre. A la suite des emprunts de 1871-1872, au succès desquels elle avait grandement contribué, elle vécut sous un régime de tolérance qui dura

jusque vers la fin du xix^e siècle. La lutte recommença en 1893 à l'occasion des projets de loi relatifs à l'impôt sur les opérations de bourse. Elle aboutit à l'introduction dans la loi de finances du 13 avril 1898, d'un amendement de M. Fleury-Ravarin, qui oblige tout intermédiaire traitant des valeurs admises à la cote officielle, à présenter à la réquisition des agents de l'enregistrement des bordereaux d'agents de change ou à faire connaître les numéros et les dates des bordereaux, ainsi que les noms des agents de change de qui ils émanent. En ce qui concerne les valeurs non cotées officiellement, les intermédiaires doivent acquitter le montant des droits.

Le monopole des agents de change était ainsi consacré et renforcé. Mais d'autre part, la situation de la **Coulisse** se trouvait définie.

A la suite de la loi du 13 avril 1898, le Gouvernement, par des règlements d'administration publique en date du 29 juin, procéda à ce qu'on a appelé la réorganisation du marché officiel. Cette réorganisation consista dans l'abaissement du tarif de courtage, l'élévation du nombre des agents de change près la Bourse de Paris par la création de dix charges nouvelles, et l'établissement de la solidarité.

De son côté, la Coulisse se réorganisa également. Les banquiers en valeurs au comptant et les banquiers en valeurs à terme constituèrent deux Syndicats professionnels dont les statuts s'inspirent, dans une certaine mesure, des règles en vigueur au Parquet.

Pour être coulissier, il faut être Français, né Français, jouir de ses droits civils et politiques, n'avoir que des commanditaires français. Il faut en outre justifier d'un capital social entièrement versé variant de 500.000 francs à 1 million suivant que les coulissiers appartiennent au Syndicat des banquiers en valeurs au comptant ou au Syndicat des banquiers en valeurs à terme.

Entre ces Syndicats et le Parquet des agents de change intervint, en 1901, un accord conclu sous les auspices du Ministre des Finances. D'après ce *modus vivendi*, les banquiers sont considérés, en ce qui concerne les valeurs admises à la cote officielle, comme les remisiers des agents de change. Le Parquet leur accorde, sur les courtages, une remise qui varie suivant la nature de l'opération.

Les coulissiers sont donc devenus des alliés naturels des agents de change, étant intéressés aux opérations du Parquet.

Depuis lors, cependant, de nouvelles difficultés ont surgi. Elles sont venues de la tendance des intermédiaires du marché en banque à pratiquer la contre-partie, à se porter personnellement acheteurs ou vendeurs vis-à-vis de leurs donneurs d'ordres, au lieu de rechercher des tiers contractants. Des poursuites furent intentées contre eux devant le Tribunal correctionnel de la Seine pour immixtion dans les fonctions d'agent de change. Elles ont abouti à la condamnation des coulissiers par un jugement du 11 avril 1907, qui fut, par la suite, confirmé par la Cour d'Appel, puis par la Cour de Cassation en 1910.

Les valeurs sur lesquelles portent les opérations de la Coulisse, sont, en fait, en assez grand nombre. Ce sont d'une part, celles que la Chambre syndicale ne juge pas opportun ou intéressant d'admettre à la cote officielle, et, d'autre part, celles qu'elle n'a pas le droit d'y admettre parce qu'elles ne remplissent pas les conditions juridiques requises : fonds d'Etats étrangers, lorsque le Ministre des Finances s'oppose à leur admission, mais surtout actions en coupures d'un montant plus faible que celui prescrit par les lois françaises.

Le domaine du Parquet et celui du marché en Coulisse se trouvent ainsi délimités. Les deux organismes co-existent avec des attributions distinctes. Il est cependant des catégories de valeurs qui, bien que ressortissant au monopole, sont traitées

à la fois par les agents et par les coulistiers, par exemple la rente française, mais pour cette dernière, à terme seulement.

Le marché financier de Paris présente donc une juxtaposition de deux marchés dont les intérêts semblent différents et qui cependant ne sont pas étrangers l'un à l'autre : le marché officiel strictement réglementé, qui occupe l'intérieur du Palais de la Bourse, le marché en banque, la *Coulisse*, qui ne jouit d'aucune prérogative et qui occupe le péristyle de la Bourse.



À côté de la *Coulisse* existe un marché dont la liberté est entière ou à peu près et qui s'appelle le *marché hors cote*, auquel sont consacrées les quelques lignes qui suivent :

Les valeurs qui ne sont pas cotées au Parquet et pour lesquelles aucun intermédiaire n'est désigné, peuvent faire l'objet de transactions, soit de la part de la *Coulisse*, soit de la part d'intermédiaires qui ne sont assujettis à aucune réglementation.

« De plus en plus, en effet, la *Coulisse* qu'on désignait autrefois couramment sous la dénomination de « *marché libre* », tend à devenir une corporation fermée et cadennassée, et le *marché hors cote* a poussé à côté d'elle comme le rejeton sauvage d'une plante domestiquée (1). »

D'ailleurs le principe de la liberté veut qu'un marché dégagé de toute entrave de quelque nature que ce soit, se constitue à mesure que le marché dit « *libre* » est reconnu et subit un commencement de réglementation.

Le fonctionnement du *marché hors cote* a été mis en lumière, d'une façon extrêmement limpide dans le *Journal des Finances*, du 25 mars 1927, dans les termes suivants :

Le *marché hors cote* c'est le *marché libre*. Le *marché libre* a

(1) *Journal de la Bourse* du 19 mars 1927.

toujours existé; il ne peut pas ne pas exister. Tout individu est libre d'acheter ou de vendre à un autre des titres qui ne sont pas inscrits aux Cotes Officielles des Agents de Change ou des Syndicats des Banquiers. Le fait même de ces négociations crée un marché libre, et il paraît difficile de défendre la communication au public du prix auquel ont été effectuées les négociations.

La Coulisse a été d'abord le marché libre du Parquet; dès qu'elle est devenue une corporation plus fermée, elle a vu se créer dans son sein même un nouveau marché libre qu'elle contrôle et dont elle inscrit d'ailleurs les cours, à titre indicatif, dans une feuille spéciale intitulée *Relevé des cours extrêmes pratiqués sur le marché, entre membres du Syndicat, sur valeurs ne figurant pas à la cote*. Mais l'exutoire n'était pas suffisant; un troisième marché libre est né. Sur ce marché, complètement libre d'abord, le Syndicat des Banquiers s'est du reste arrogé, il y a quelques mois, un droit de regard, de sorte que déjà il n'est plus tout à fait libre; et c'est lui que l'on veut à son tour embrigader en soumettant l'introduction des valeurs qui y seraient « admises » à la communication préalable d'un dossier, comme cela se passe au Parquet et en Coulisse, dossier qui serait examiné par le Syndicat des Banquiers dans la personne de son président.

Cela n'empêchera rien. Quand on aura réglementé le marché libre, il ne sera plus libre. Par la force des choses, les négociations de gré à gré hors du contrôle de tout syndicat de banquiers qu'aucune loi ne peut proscrire, continueront en marge des organisations du Parquet et de la Coulisse, sous le péristyle de la Bourse, partout ailleurs, au café, dans la rue n'importe où, si une surveillance policière parvenait, ce dont nous doutons fort, à supprimer ces tractations sous les colonnes du Temple.

Une expérience plus que séculaire a montré que, malgré toutes les prohibitions, le marché libre finit toujours par se reconstituer sous une forme quelconque.

Il est permis de remarquer que, dans bien des cas, nombre de valeurs ayant débuté au marché hors cote, passent ensuite au marché en banque et sont, après un temps, traitées au Parquet. C'est donc une espèce de hiérarchie que certains titres n'ont pu éviter : hors cote, Coulisse, Parquet.

Cependant, les valeurs ne subissent pas inévitablement cette progression. Quelques valeurs, qui ne sont pas les moins appréciées sur le marché, et parmi lesquelles on peut citer la De Beers, la Royal Dutch, la Shell... appartiennent à la Cou-lisse, n'ayant jamais sollicité leur admission au Parquet.

Les valeurs qui sont à la hors cote, ou plus exactement figurent au « *Relevé des cours extrêmes pratiqués sur le marché, entre membres du Syndicat sur les valeurs ne figurant pas à la cote* », sont des valeurs qui, dans bien des cas, ne peuvent en aucune manière être suspectées.

Elles ne sont pas admises au Syndicat, soit parce qu'elles n'ont pas encore une carrière financière suffisante qui permette au Syndicat de prononcer leur admission, lorsqu'elles ont fait les démarches nécessaires, soit plus simplement parce qu'elles n'ont pas demandé leur admission, soit enfin que l'une des conditions requises pour leur admission fasse défaut.

A côté de ce *hors cote coté*, il existe un *marché hors cote hors cote*, si l'on peut dire, celui qui précisément fait l'objet de vives polémiques tant au Parlement que dans la presse, et dont le Parquet et la Cou-lisse ne retireront qu'un amondrissement de leurs libertés respectives au profit d'un accroissement du contrôle gouvernemental débordant de plus en plus sur l'un et sur l'autre

Les cours pratiqués sur les valeurs traitées à ce dernier marché n'offrent aucune garantie, aucun organisme n'ayant qualité pour les recueillir et les publier.

Il faut dire qu'ils font cependant, par intervalles, l'objet d'une certaine publicité dans quelques journaux financiers, mais elle est en tous points identique aux annonces que chacun est toujours libre de faire insérer, en en payant le prix.

Cette publicité répond d'ailleurs au besoin qu'éprouvent certains intermédiaires d'avoir des cotes pour écouler ou tout au moins vanter la valeur de certains titres et indiquer à leurs

dupes la progression des cours des affaires dont ils cherchent à se débarrasser : l'acheteur éventuel, dans bien des cas, se laissant surprendre par les longues listes de chiffres que lui montre le démarcheur et ne faisant pas suffisamment de différence entre une cote officielle — du Parquet ou du marché en banque — et ces cotes fantaisistes.

La discussion, toute récente, d'interpellations sur certains scandales coloniaux, développées devant la Chambre des Députés, a permis à M. Valude de s'élever contre le marché hors cote dans les termes suivants.

Il s'agissait d'actions de l' « Agricole de l'Annam » qui auraient été introduites en Bourse — pas au Parquet, bien entendu, ni même en banque — avant l'Assemblée constitutive de cette Société.

M. Valude. — Les agents de change ont écarté de leur cotation un certain nombre de valeurs qui présentent d'excellentes garanties. Toutes les valeurs qui, à l'origine, n'étaient pas représentées par des actions de plus de 100 francs sont cotées en coulisse, uniquement pour cette raison réglementaire.

Ainsi une valeur comme la De Beers, valeur mondiale qui cote plusieurs milliers de francs, ne peut être introduite au Syndicat des Agents de change de la Bourse de Paris, parce que l'action originaire est d'une livre et que la livre est censée, à l'heure actuelle, encore valoir 25 francs !

C'est vous dire combien est réelle la carence du Syndicat des Agents de change, carence qui est prescrite, malheureusement, parce qu'elle est ancienne. Il est très difficile de la rétablir d'un seul coup. Les agents de change ont, d'ailleurs, ristourné une partie de leurs droits aux agents et aux banquiers du syndicat des valeurs à terme, qui forment la coulisse.

Mais tout cela nécessite un certain contrôle et les présidents de ces syndicats sont en contact avec M. le Président du Conseil, Ministre des Finances. Pour les petites opérations dont nous avons parlé, c'est encore une garantie supplémentaire pour les porteurs

dont ils veulent se passer. C'est pourquoi ils ont inventé le marché hors cote.

Il faut supprimer purement et simplement ce marché. Il y a, en effet, à la Bourse de Paris, une fiction invraisemblable. « Valeur hors cote », cela, pour tout homme qui comprend le français, devrait signifier : valeurs dont le cours n'est pas inscrit à la cote des valeurs, même de la coulisse. Or, cette expression signifie, en réalité, qu'à la fin de la cote publiée par le Syndicat des Banquiers des valeurs au comptant, il y a une cote spéciale pour les valeurs ainsi désignées.

C'est grotesque, et il y a là un encouragement aux escrocs. Car c'est là, vous le savez bien, qu'on introduit les valeurs Rochette et autres, et qu'on procède à ces inscriptions scandaleuses qui font ensuite, parfois, l'objet de nos débats. (*Applaudissements.*)

Vous me répondrez, Monsieur le Président du Conseil, qu'on peut toujours, sans que vous puissiez intervenir, publier, à titre d'indication, des cours pratiqués, hors cote, chez des banquiers particuliers. On peut faire cette publication dans un journal financier...

M. le Président du Conseil. — Et même sur les murs.

M. Valude. — Mais vous pouvez interdire cet affichage sur les murs du péristyle de la Bourse.

M. le Président du Conseil. — Bien entendu.

M. Valude. — Je vous demande de supprimer la « hors cote » et de faire disparaître ce tableau noir placé sous l'horloge de la Bourse, et qui indique le cours auquel on peut vendre ces valeurs soi-disant « hors cote », et qui ont simplement le bénéfice d'une cote à part.

C'est une mesure que vous pouvez prendre et qui, sans en avoir l'air, a une grande importance.

On peut publier, chaque matin, dans les informations financières, des nouvelles. Aujourd'hui, nous avons eu le spectacle d'une publicité immense pour une valeur de caoutchouc. Car enfin, il suffira de répandre le *Journal Officiel* contenant le compte rendu de la séance d'aujourd'hui pour faire monter les Than-Thuy-Ha. (*On rit.*)

On peut publier, dans certains journaux, des articles dans le même but. Comment empêcher un banquier de procéder de cette manière?

Comment avez-vous donc « coïncé » Rochette? Et comment pouvez-vous, de temps en temps, atteindre un escroc? Précisément parce que, ne pouvant obtenir l'inscription de ses valeurs au syndicat ni les faire coter « hors cote », il est obligé d'employer ces manœuvres frauduleuses, qui permettent au Garde des Sceaux d'ouvrir une instruction.

Au contraire, le banquier qui peut faire publier les cours de ces valeurs à la « hors cote » est couvert, il s'amuse. Il n'a qu'à faire passer un article dans les journaux, à donner une option aux journalistes financiers qui lui ont fait un bon petit article, et 50 francs ou 60 francs par titre. Personne ne s'ennuie! (*Rires.*)

Voilà comment éclatent les scandales coloniaux, les affaires Rochette! Voilà comment on aboutit aux faits qui motivent ces débats pénibles, dont les colonies ne peuvent que souffrir, qui motiveront, demain, le débat qu'instituera M. Chastanet, avec la rigueur que nous lui connaissons.

Je dis au Gouvernement qu'il est regrettable que l'origine de tels scandales soit dans le défaut de surveillance de la Bourse.

M. le Président du Conseil. — Jusqu'ici, la Bourse n'est pas en cause.

M. Valude. — Je vous demande pardon.

M. le Président du Conseil. — Non!

M. Valude. — Vous comprenez bien, cependant, que si les titres du syndicat n'étaient pas cotés à la « hors cote »...

M. le Président du Conseil. — Ils ne sont pas cotés hors cote, ils sont « hors cote ».

M. Valude. — Ils sont à la « hors cote ».

M. le Président du Conseil. — Ils sont même « hors cote non cotés ». (*Exclamations à l'extrême-gauche.*)

C'est la vérité, messieurs, et M. Blum, qui connaît ces questions... (*Sourires.*)

M. Léon Blum. — Oh! si mal! (*On rit.*)



M. le Président du Conseil. — ...est sans doute d'accord avec moi.

M. Valude n'a que trop raison, en effet. Il y a une série de cotations, dont les unes s'appellent « cotations cotées » et les autres « cotations non cotées », et il y a bien quelque chose d'un peu anormal dans cette série d'échelons.

.

Je crois, en effet, qu'il y a des précautions à prendre en ce qui concerne la cotation des valeurs, de toutes les valeurs, mais plus particulièrement des parts de fondateur, et principalement des parts de fondateur dans les entreprises coloniales, parce que ces entreprises sont plus éloignées de notre champ d'observation.

La réglementation du marché hors cote n'est pas sans présenter de sérieux inconvénients. A ce sujet, M. Albert Dreyfus, dans la *France Economique et Financière* du 21 mars 1927, écrivait les lignes suivantes :

Nous sommes, ici, en présence de mesures arbitraires qui pourraient malheureusement expliquer, sinon justifier, certains abus de la liberté. Mais les Pouvoirs Publics semblent vouloir prendre, en ces circonstances, une responsabilité qui, normalement, pourrait ne pas leur incomber. Est-il désirable que désormais le marché « hors cote » fonctionne avec l'estampille officielle? Ce marché est une sorte de marché d'essai, qui n'est même pas le marché de la Coullisse; là vont les valeurs non encore éprouvées, que les émetteurs ne jugent pas prêtes pour le marché régulier. Vraiment, tient-on, pour de telles valeurs, à engager la responsabilité officielle? Alors, quelle bonne fortune, parfois, pour les introducteurs qui bénéficieront ainsi de l'estampille gouvernementale.

Maintenant, nous nous proposons d'examiner rapidement, en nous tenant à quelques définitions, les principales opérations qui sont effectuées à la Bourse de Paris.

Opérations au comptant : ce sont celles qui comprennent les achats et les ventes de valeurs dont le règlement, c'est-à-dire la livraison des titres ou le versement des espèces s'effectue presque immédiatement. Ces opérations sont faites géné-

ralement par des capitalistes qui désirent, soit placer leurs capitaux par l'achat de valeurs mobilières produisant un revenu, ou susceptibles d'en produire, soit se procurer du numéraire par la vente de ces valeurs.

Les agents de change ont 15 jours pleins au maximum, sans compter les jours fériés, pour livrer les titres.

Opérations à terme, qui comprennent des achats et des ventes dont le règlement, c'est-à-dire la livraison des titres ou le versement des espèces, ne s'effectue qu'à une époque déterminée d'avance appelée *Liquidation*; ce moyen n'exigeant pas le versement immédiat de capitaux importants, permet d'opérer sur un plus grand nombre de titres et de profiter ainsi davantage des fluctuations des cours.

Ces opérations sont faites le plus souvent par des spéculateurs, lesquels, s'ils croient à la hausse, achètent des titres livrables à terme, non dans l'intention d'en prendre livraison et de les garder en portefeuille, à la différence de ceux achetant au comptant, mais pour les revendre avant la liquidation avec espoir de bénéficier de cette hausse et de toucher ainsi la différence entre le prix d'achat et le prix de vente; ou, dans le cas contraire, s'ils croient à la baisse, vendent des titres qu'ils ne possèdent pas, espérant profiter de cette baisse pour acheter des titres meilleur marché qu'ils ne les ont vendus et bénéficier de la différence.

La liquidation, jour où ces marchés deviennent exécutaires, a lieu deux fois par mois au Parquet, le 15 et le dernier jour du mois, et à la dernière bourse de chaque mois seulement pour la Coullisse.

En dehors de ces deux opérations qui constituent la base des négociations effectuées en Bourse, nous ne nous étendrons pas davantage sur les différentes opérations que l'on est susceptible d'effectuer, cette matière sortant du cadre que nous nous sommes tracé.

Le mécanisme de la Bourse réside dans la manière dont jouent les trois principales fonctions des agents de change et de leur Compagnie :

Admission à la cote.

Négociations.

Cote des cours.

Chacune d'elles va faire l'objet d'une analyse.

Admission à la cote. — Les demandes d'admission à la cote officielle des valeurs mobilières, tant françaises qu'étrangères, actions, obligations ou fonds d'Etat, sont prononcées par la Chambre syndicale des Agents de change.

Ces demandes sont, d'une façon générale, soumises à un examen se décomposant en deux phases : 1° une étude juridique, faite par les bureaux de la Compagnie, dont le but est de s'assurer que toutes les conditions prescrites pour l'admission sont requises; 2° une étude en Chambre syndicale comportant l'exposé d'un rapport dont l'auteur n'examine que le point de vue financier et boursier des valeurs dont l'admission est sollicitée. De l'impression laissée par ce rapport, on préjugera des chances de succès de ces titres, et par conséquent, la Chambre syndicale prononcera ou refusera l'admission à la cote, en parfaite connaissance de cause.

Pour les valeurs françaises, la demande adressée au syndic, est complétée par un dossier contenant les statuts de la Société ;

Les pièces constitutives de la Société, c'est-à-dire une expédition notariée de l'acte de déclaration de souscription du capital et de versements effectué sur les actions;

Les procès-verbaux des Assemblées générales consécutives;

Les rapports de commissaires vérificateurs des apports;

Les pièces de publication légale et un exemplaire du *Bul-*

letin des Annonces légales obligatoires (art. 3 de la loi du 30 janvier 1907);

Un spécimen des titres;

Les bilans et comptes rendus des Assemblées générales suivis de divers renseignements relatifs au taux d'émission, à la libération, aux époques de jouissance des titres, à la caisse chargée du service desdits titres et des coupons, etc.

En outre du droit d'examen que possède la Chambre syndicale qui prononce l'admission à la cote, une valeur ne peut être admise aux négociations que si la Société émettrice réunit certaines conditions essentielles prescrites par la loi du 24 juillet 1867 :

1° Montant minimum des actions (25 ou 100 francs, suivant le capital);

2° Souscription intégrale du capital;

3° Libération du quart ou même de la totalité pour les actions de moins de 100 francs;

4° Maintien de la forme nominative jusqu'à leur entière libération;

5° Déclaration par-devant notaire de l'état des souscriptions et des versements et dépôts des statuts;

6° Publication, en vertu de la loi du 30 janvier 1907, d'une notice contenant certains renseignements de nature à éclairer les souscripteurs.

En ce qui concerne les valeurs étrangères, ces dernières ne sont admises que sous réserve de l'autorisation expresse du Ministre des Finances. Dans la pratique, le Ministre des Finances n'accorde cette autorisation qu'après avoir pris l'avis de son collègue des Affaires étrangères, qui examine plus particulièrement la question au point de vue diplomatique.

Cette question fait d'ailleurs l'objet de développements plus amples au chapitre III de notre thèse.

Négociations. — Les négociations ne peuvent être faites que par les agents de change, qui jouissent à cet égard d'un monopole.

Ce monopole résulte, ainsi que nous l'avons dit plus haut, de l'article 76 du Code de commerce.

Les agents de change se réunissent à la Bourse pour y procéder entre eux aux négociations, à certaines heures déterminées par arrêté du Préfet de Police.

Les valeurs susceptibles de donner lieu aux négociations sont celles qui, au préalable, ont été admises à la cote et qui peuvent, de ce fait, lorsqu'elles font l'objet d'une négociation, être portées au Bulletin de la Cote.

Les négociations ont lieu, soit au comptant, soit à terme. Pour les négociations au comptant, les prix offerts et demandés sont préalablement inscrits sur un registre spécial, appelé « livre d'opposition ». Les agents le consultent et, lorsque la demande de l'un d'eux rencontre une offre correspondante, et réciproquement, ils concluent l'opération et font coter le cours auquel elle a lieu. Les prix offerts et demandés sont, dans tous les cas, annoncés à haute voix.

« En ce qui concerne la négociation, M. Edmond Théry écrivait en 1900, il est à désirer, avant tout, qu'elle se fasse d'une façon très correcte, très loyale et que les cours cotés répondent bien exactement à l'offre et à la demande, c'est-à-dire que l'intermédiaire chargé de rapprocher l'offre de la demande, ne soit, en somme, qu'un agent impartial d'exécution, qu'une sorte d'enregistreur automatique des cours pratiqués. »

En ce qui concerne les négociations à terme, elles ne peuvent avoir lieu pour un terme plus éloigné que la deuxième liquidation à partir du jour où le marché est conclu. La liquidation a lieu, nous l'avons noté, suivant les marchés, une ou deux fois par mois.

Cote des cours. — La cote officielle se présente sous la forme matérielle d'une feuille imprimée, de format analogue à celui des grands quotidiens et qui est publiée, chaque jour, à la fin de la Bourse, sous le titre de *Bulletin de la Cote*.

Elle renferme, d'une façon générale, les cours au comptant et à terme de toutes les valeurs de Bourse, françaises ou étrangères, qui ont obtenu, de la part de la Chambre syndicale leur admission sur ce Bulletin.

La cote permet de constater d'une façon officielle et incontestable les cours auxquels les valeurs ont été traitées.

D'autre part, il est utile de n'admettre sur le marché que des valeurs présentant une sécurité suffisante. La notion d'une cote officielle répond précisément à ce double but : certitude des cours pratiqués et protection de l'épargne.

La cote officielle est placée sous la surveillance directe de la Chambre syndicale des agents de change; trois adjoints au syndic sont délégués chaque mois pour présider à sa rédaction et à sa vérification.

Le décret du 7 octobre 1890, dispose en son article 38 que :

Le bulletin de la cote comporte une partie permanente dite « officielle » comprenant les valeurs qui ont été préalablement reconnues, par la Chambre syndicale donner lieu ou pouvoir donner lieu sur la place à un nombre suffisant de transactions. Les fonds d'Etat français y sont portés de droit.

Les valeurs non comprises dans cette partie officielle figurent à la seconde partie du bulletin de la cote. Les règlements prévus à l'article 82 décident si ces deux parties seront publiées séparément ou donneront lieu à une publication unique.

Le Bulletin de la Cote comporte deux parties, l'une dite « officielle » qui comprend les valeurs préalablement reconnues par la Chambre syndicale comme pouvant donner lieu sur la place à un nombre suffisant de transactions. Les fonds d'Etat français y figurent de droit. Dans cette première partie,

les valeurs sont inscrites d'une façon permanente. De plus, il y a lieu, également, de distinguer les valeurs qui se négocient au comptant et à terme de celles qui ne se négocient qu'au comptant seulement.

Les valeurs non comprises dans cette partie officielle figurent à la seconde partie du *Bulletin de la Cote*; elles n'y sont installées que le jour où elles ont donné lieu à une transaction.

Les deux parties du *Bulletin de la Cote* sont toutes deux officielles et rédigées par la Chambre syndicale. Ce Bulletin est publié par les soins de cette dernière et une copie est adressée au Ministre des Finances et au Préfet de Police.

Le Bulletin indique au moins le premier et le dernier cours ainsi que le plus haut et le plus bas des cours qui ont été pratiqués.

La cote officielle contient les indications principales concernant les valeurs qui y sont admises, notamment les taux d'émission et de libération, la date de jouissance, le montant du dernier dividende payé, si la valeur est nominative, et enfin les cours cotés, ainsi que le cours de clôture de la veille.

Bien que les agents de change ne traitent plus les changes ni les matières d'or, ils ont seuls, aux termes de l'article 76 du Code de commerce, le droit d'en constater le cours. Les cours pratiqués pendant la Bourse sont recueillis par les membres de la Commission des changes et inscrits sur un registre spécial. Ils figurent dans un tableau appelé cote des changes.

Enfin, la Chambre syndicale publie chaque année un *Annuaire des valeurs admises à la cote* qui renferme des indications très utiles sur chaque valeur : ses cours, l'étendue et l'importance de son marché, le but de la Société qui a émis ces titres... et qui permettent de trouver des renseignements précis sur la consistance et l'avenir d'une affaire.

SECTION IV. — *Section des Affaires financières de la Seine
et Commissaire de Police de la Bourse.*

Les Pouvoirs Publics possèdent, grâce à l'institution de la *Section des affaires financières*, au Parquet de la Seine, un organisme destiné à centraliser l'examen des plaintes, dénonciations, procès-verbaux et rapports, ainsi que l'étude et la direction de toutes procédures se rattachant à des fraudes dans la constitution des sociétés, à des émissions irrégulières, à une majoration d'apports, à de faux bilans, à des distributions de dividendes fictifs, et, d'une manière générale, à toutes les infractions à la loi du 24 juillet 1867, à tous les délits d'escroquerie et d'abus de confiance commis à l'occasion d'une opération financière. Cette section, qui a été créée en 1912, fut l'objet d'une réorganisation en 1923. Elle a reçu, pendant l'année 1926, 3.300 plaintes d'ordre financier et a ouvert 290 informations régulières. C'est assez dire l'intérêt que présente cet organisme et les avantages que la protection de l'épargne peut en retirer.

Il faut dire aussi que le nombre des plaintes tend à diminuer d'année en année. Cette diminution est sans doute le fait de la répression particulièrement sévère avec laquelle chaque affaire est examinée, puis jugée par le Tribunal correctionnel, si l'enquête a dévoilé un délit.

L'enquête, qui précède les poursuites, est confiée à des commissaires aux délégations judiciaires, rompus à la pratique des opérations financières.

La section, avant tout, a le devoir de se montrer particulièrement prudente afin d'éviter que l'un de ses actes, quel qu'il soit, puisse éveiller la moindre inquiétude dans le monde des affaires. Par contre, elle doit agir promptement et avec vigueur dès qu'elle voit germer des entreprises dangereuses pour l'épargne publique.

Elle peut, de son propre mouvement, et sans avoir été saisie

d'aucune plainte, ouvrir une information lorsqu'il y a infraction à la loi sur les sociétés, escroquerie ou atteinte au crédit de l'Etat. En cas d'abus de confiance, la Section financière, pour agir, n'attend pas qu'une plainte ait été déposée. Une information est ouverte contre X..., dès que le délit est caractérisé et que ce service en a connaissance.

La Section financière a également eu à s'occuper de la question de l'exportation des capitaux. A ce sujet, elle est en relation constante avec le Ministère des Finances. Des inspecteurs sont constamment en liaison avec ce service judiciaire et le nombre des procédures suivies sur plaintes du Ministère des Finances est considérable; mais le rôle de ce service n'est que momentané, étant donné le caractère temporaire de cette loi prohibant la sortie des capitaux français sans autorisation.

Il est une autre branche d'activité de la Section financière qu'il convient de signaler : c'est la répression de toutes les fraudes fiscales. La Section financière s'est occupée d'abord de la répression des dissimulations des bénéfices de guerre; en quelques années elle a fait procéder à plus de 3.000 enquêtes par des Commissaires de police, des inspecteurs spécialisés de la police judiciaire sur tous les cas de fraude qui lui avaient été signalés. Le nombre des poursuites fut très important, mais ce genre d'affaires disparaît avec la cessation d'application de la loi.

La Section financière n'a pas vu, pour cela, décroître son activité, car de nombreuses lois fiscales ont fait de fraudes la matière de délits correctionnels. La section financière s'est organisée en conséquence et le nombre des affaires traitées par ce service du Parquet est des plus considérables.

Enfin n'oublions pas que la section financière du Parquet de la Seine est dite, d'après la loi, « Section des affaires économiques et financières ». Aussi cette section a-t-elle eu à s'occuper de toutes les affaires de spéculation signalées au Parquet. Sans doute certaines concernaient des affaires sans gravité, telles que spéculations sur les loyers, spéculations sur les denrées; mais

d'autres affaires retentissantes tant par les intérêts en jeu que par la répercussion sur la vie économique du pays ont été soumises à ce service du Parquet : coalition et accaparement en matière de blé, en matière de sucre, en matière de lait, etc.

Si telles sont les affaires de la compétence de la Section financière, il n'est pas sans intérêt de faire connaître le personnel assurant ces services. Au Parquet de la Cour, un Avocat général et un Substitut général sont chargés de la surveillance de la Section de la Seine et des affaires financières des Parquets du ressort de la Cour d'Appel de Paris. Ces deux magistrats ont ainsi une besogne administrative de contrôle et de direction, mais en outre, ils ont un service d'audience devant la Chambre des appels correctionnels, la Chambre des mises en accusation et devant la Chambre civile. Ils vont porter la parole dans toutes les affaires de leur compétence et lorsqu'ils ne siègent pas à l'audience, ils fournissent à leurs collègues la documentation nécessaire pour le jugement des affaires soumises à la Cour.

Au Parquet de la Seine, un Substitut est chef de service, deux autres Substituts l'assistent, cinq juges d'instruction sont spécialisés dans ces affaires financières, deux commissaires des délégations judiciaires sont chargés de toutes les enquêtes et de l'exécution des commissions rogatoires de ces magistrats.

Signalons également que les services rendus par la Section financière de la Seine ont été reconnus si importants par la Chancellerie qu'il a été prescrit par elle, à tous les parquets de France de se mettre en rapport avec le parquet de la Seine lorsqu'une affaire présentait quelques difficultés ou pouvait avoir une répercussion en France.

Les services de la section financière renferment des archives et des documents des plus intéressants. Les collections de tous les journaux financiers sont soigneusement conservés et classés. Un dossier est constitué pour chaque société dont les titres donnent lieu à des cotations en Bourse ou en Banque. Ces dossiers comprennent les statuts de la société, le rapport des

commissaires aux apports, les procès-verbaux des assemblées générales constitutives, les procès-verbaux des assemblées générales ordinaires et les bilans de chaque année, la composition du conseil d'administration et de ses modifications annuelles.

En outre il est constitué un dossier au nom de chacun des administrateurs de sociétés anonymes dont ils font partie soit comme administrateur, soit comme commissaire, les plaintes dont ils ont été l'objet et l'indication des décisions de justice les concernant.

Il est aisé de voir, par ces quelques lignes, les avantages que retire la Section financière de cette importante documentation. Une plainte arrive-t-elle au Parquet concernant soit une société, soit les administrateurs de cette société? Avant toute enquête par les délégations judiciaires, le parquet sait déjà s'il y a eu des précédents ou s'il s'agit d'une affaire nouvelle.

Ce service de documents financiers, tenu par le Parquet, se trouve en réalité renforcé par le même service qui existe aux délégations judiciaires, chez les commissaires spécialisés. Les archives de la police judiciaire comprennent plus de 40.000 dossiers relatifs à des sociétés et plus de 80.000 fiches de renseignements concernant des administrateurs.

Malgré le rôle actif joué par la section des affaires financières, le mouvement et l'intensité des affaires entraîneront certainement encore des sinistres. D'ailleurs, la chute d'un banquier n'est parfois précédée d'aucun signe avant-coureur : un établissement peut sombrer en laissant un passif immense, sans être l'objet d'aucune réclamation, et aucun indice ne permettant de soupçonner une situation désespérée. Cependant, dans cet ordre d'idée, on peut affirmer que des progrès incontestés et très sérieux ont été réalisés et l'épargne ne peut que gagner au développement et à la solide organisation de la section des affaires financières du Parquet.

Le Commissaire spécial de police, qui est chargé de la police

et du maintien du bon ordre à l'intérieur du Palais de la Bourse, est l'agent des Pouvoirs Publics, et le **représentant du Préfet de Police.**

Les pouvoirs d'ordre de ce fonctionnaire, qui avant la guerre et même jusqu'à la fin des hostilités, se bornaient à empêcher que les négociations ne commencent ni ne se prolongent après les heures d'ouverture et de fermeture du marché, se sont trouvées considérablement augmentées, du fait de l'ascension des changes.

Depuis la crise des changes, le Commissaire devient en quelque sorte l'informateur direct du Ministère des Finances et du Préfet. Etant agent du Gouvernement, les Pouvoirs Publics s'adressent à lui de préférence. Il est évident qu'en fournissant des renseignements financiers, par exemple tenue des rentes, cours des changes, etc., il sort de ses attributions.

Egalement du fait de la montée des changes, le rôle du Commissaire spécial s'est beaucoup étendu en ce qui concerne la surveillance des éléments étrangers fréquentant la Bourse.

Jusqu'à une époque qui n'est pas encore lointaine, les étrangers étaient librement admis à la Bourse, mais depuis que le franc a connu les cours catastrophiques de ces derniers temps, les étrangers ne peuvent pénétrer dans la Bourse que porteurs d'une carte délivrée par le Préfet de Police et après avis du Ministre des Finances. Les professionnels peuvent seuls prétendre en obtenir une. Le but de cette carte est d'éloigner certains éléments qui cherchaient à créer sur les devises des cours dont le franc ne sortait jamais indemne.

Ces pouvoirs généraux de police ont donné lieu à un incident au moins curieux, le 9 janvier dernier, au sujet du fonctionnement du marché des changes. Cet incident se relie à la politique du Gouvernement d'assurer, dans les deux sens, la stabilité de la devise nationale. Voici, à titre documentaire, le

résumé de cet incident, tel qu'il a été rapporté le lendemain par un journal financier :

Afin d'éviter que des cours de surprise puissent être établis après la clôture officielle (qui s'effectue le samedi à 11 h. 45) sur les changes, des ordres avaient été donnés aux gardes d'empêcher tout rassemblement de cambistes pendant la Bourse. Certains intermédiaires ayant passé outre à ces recommandations, le représentant de la Banque de France s'est joint à eux, offrant et prenant la £ à 122,68. Exécutant leur consigne au pied de la lettre, les gardes ont voulu « faire circuler » le représentant de la Banque de France. Il a fallu l'intervention du Commissaire de police de la Bourse, qui, par une interprétation très habile des règlements s'est, bien entendu, opposé, en principe, au fonctionnement en Bourse d'un marché des changes non réglementaire, sans pour cela vouloir empêcher le représentant de la Banque de France d'exercer son action de contrôle.

Le Commissaire de police doit également empêcher les faillis de pénétrer dans la Bourse. Cette prescription est difficilement applicable à raison du très grand nombre de gens qui s'y coudoient et dont les antécédents ne sont pas forcément connus du Commissaire de police et de ses collaborateurs.

CHAPITRE III

LE CONTROLE des POUVOIRS PUBLICS sur le MARCHÉ des VALEURS FRANÇAISES et ÉTRANGÈRES

SECTION I. — L'avant Guerre

Loi du 30 Janvier 1907

La loi du 24 juillet 1867 constitue la charte des Sociétés par actions. Elle règle les rapports des actionnaires avec les fondateurs et les administrateurs. Elle ne s'occupe pas des relations entre acheteurs et émetteurs, c'est-à-dire entre le public et les banquiers qui, ayant ou non pris part à la constitution de la Société, s'occupent principalement de placer les titres dans leur clientèle.

C'est pour combler cette lacune et mettre fin à des spéculations dont l'opinion publique s'était émue à juste titre, que le Parlement inséra dans la loi de finances de l'exercice 1907 un article soumettant à des formalités nouvelles de publicité, sanctionnées par des amendes, l'émission, l'exposition, la mise en vente et l'introduction sur le marché d'actions, d'obligations et autres titres tant des Sociétés françaises qu'étrangères.

Cette disposition, formant l'article 3 de la loi du 30 janvier 1907, a apporté une amélioration notable à la situation antérieure.

Ce texte, qui fut accueilli avec intérêt par le législateur, a même été qualifié de loi de salubrité et de moralité.

Déjà, en 1897, M. Fleury-Ravarin, dans une proposition

de loi qu'il déposait sur le bureau de la Chambre des Députés, montrait les dangers auxquels l'épargne était exposée. Ce député résumait la situation en ces mots :

« Le mode de placement par voie de souscription publique, qui présentait certaines garanties, du fait même de la publicité donnée à l'émission, tend de plus en plus à disparaître. Il est maintenant remplacé par des introductions occultes faites directement dans la clientèle sans aucune espèce d'indication préalable et sans que le public puisse avoir d'autre connaissance de l'affaire que ce qu'il plaît aux émetteurs de lui faire savoir (1). »

C'est en effet à la publicité que la loi de 1907 va demander d'assurer la sécurité de l'épargnant, et quelques années plus tard, cette publicité devra être, de nouveau, l'objet de mesures spéciales.

M. J. Caillaux, alors Ministre des Finances, dans la discussion de ce texte à la Chambre des Députés, disait notamment :

« En ce moment — je veux mesurer mes paroles, mais je désire cependant qu'elles soient retenues — à la Bourse de Paris on vend, on place dans le public des valeurs qui représentent à peine un peu plus que la valeur du papier. C'étaient hier des mines d'amiante inexploitable, c'était avant-hier je ne sais quelle laiterie ou je ne sais quel explosif qu'on offrait à tous les naïfs à la Bourse de Paris.

« L'article dont il s'agit a pour objet de rendre obligatoire la publication au *Journal Officiel* des prospectus, des divers documents relatifs à toutes les Sociétés dont les valeurs seront mises en vente et de décider qu'aucune valeur ne pourra être offerte au public sans que cette publication ait lieu, de manière

(1) Chambre des députés. — Document n° 2859. — 6^e législature.

à établir des responsabilités pour certaines personnes et à les obliger à se découvrir (1). »

Le rapporteur général du budget au Sénat, Gauthier (de l'Aude), résumait ainsi l'objet de cette disposition :

« Le but poursuivi par le Gouvernement est de mettre un frein aux abus qui se commettent depuis quelque temps, sur le marché de Paris, en matière d'émission de valeurs mobilières. Or, il semble que ce but sera suffisamment atteint par l'obligation de faire publier, dans une annexe au *Journal Officiel*, lors de tout placement de titres nouveaux, quelque forme que revête ce placement, une notice signée par les émetteurs et dont les indications seront reproduites dans les prospectus, annonces et circulaires (2). »

L'article 3 de la loi du 30 janvier 1907 a été adopté dans les termes qui suivent :

L'émission, l'exposition, la mise en vente, l'introduction sur le marché en France d'actions, d'obligations ou de titres de quelque nature qu'ils soient, de sociétés françaises ou étrangères seront, en ce qui concerne ceux de ces titres offerts au public à partir du 1^{er} mars 1907, assujetties aux formalités ci-après :

Préalablement à toute mesure de publicité, les émetteurs, exposants, metteurs en vente et introducteurs devront faire insérer, dans un bulletin annexe du *Journal Officiel*, dont la forme sera déterminée par décret, une notice contenant les énonciations suivantes :

- 1° La dénomination de la société ou de la raison sociale;
- 2° L'indication de la législation (française ou étrangère) sous le régime de laquelle fonctionne la société;
- 3° Le siège social;
- 4° L'objet de l'entreprise;
- 5° La durée de la société;

(1) Débats Chambre des députés du 14 décembre 1906. Annales page 1091.

(2) Document Sénat n° 488, année 1906.

6° Le montant du capital social, le taux de chaque catégorie d'actions et le capital non libéré;

7° Le dernier bilan certifié pour copie conforme, ou la mention qu'il n'en a pas été dressé encore.

Devront être également indiqués le montant des obligations qui auraient déjà été émises par la société avec énumération des garanties qui y sont attachées et, s'il s'agit d'une nouvelle émission d'obligations, le nombre ainsi que la valeur des titres à émettre, l'intérêt à payer pour chacun d'eux, l'époque et les conditions de remboursement et les garanties sur lesquelles repose la nouvelle émission.

Il devra en outre être fait mention des avantages stipulés au profit des fondateurs et des administrateurs, du gérant et de toute autre personne, des apports en nature et de leur mode de rémunération, des modalités de convocation aux assemblées générales et de leur lieu de réunion.

Les émetteurs, exposants, metteurs en vente et introducteurs devront être domiciliés en France; ils seront tenus de revêtir la notice ci-dessus de leur signature et de leur adresse.

Les affiches, prospectus et circulaires devront reproduire les énonciations de la notice et contenir mention de l'insertion de ladite notice au bulletin annexe du *Journal Officiel*, avec référence au numéro dans lequel elle aura été publiée.

Les dispositions que nous venons de reproduire s'appliquent indistinctement aux titres émis par des Sociétés françaises ou étrangères. En outre, pour ces dernières, la loi de 1907 les soumet à quelques prescriptions spéciales :

Toute société étrangère qui procède en France à une émission publique, à une exposition, à une mise en vente ou à une introduction d'actions, d'obligations ou de titres de quelque nature qu'ils soient, sera tenue, en outre, de publier intégralement ses statuts, en langue française, au même bulletin annexe du *Journal Officiel* et avant tout placement de titre.

Cette loi a permis d'établir plus nettement la responsabilité des émetteurs de valeurs mobilières et a beaucoup aidé à

atteindre ceux qui se rendent responsables de manœuvres destinées à induire le public en erreur.

Toutefois, malgré toutes ces précautions, cette loi n'est pas parfaite. « Le paquet d'énonciations, jetées dans la loi pêle-mêle, est vraiment insuffisant en tant que protection donnée à l'épargne », dit M. Thaller (1).

Cette loi est insuffisante à trois points de vue :

D'abord les mentions à insérer dans la notice sont d'une extrême banalité. Le législateur aurait dû s'inspirer du système anglais et prescrire la publication des contrats traités par les fondateurs de la Société pour l'acquisition du matériel social ou pour l'exécution des travaux d'établissement. Les renseignements qui permettraient surtout d'éclairer les souscripteurs sur la valeur de l'affaire, sont de cet ordre, dans l'exemple de l'exploitation d'une mine : sa richesse, son rattachement à la côte par tel chemin de fer et les rapports d'ingénieurs qui l'ont visitée; dans l'exemple d'une invention mise en société, une relation des essais et les rapports qui en font foi...

Ce sont précisément ces renseignements tangibles pour chacun des souscripteurs qui font défaut. Que l'un de ceux-ci essaie de se renseigner, il ne pourra le faire ailleurs que chez l'émetteur, bien souvent une banque, et les indications qui lui seront données seront-elles toujours désintéressées?

En Allemagne, le prospectus qu'il faut déposer aux Bourses préalablement à l'introduction de la valeur doit contenir les indications essentielles de nature à éclairer les actionnaires de façon à leur permettre de se former une opinion sur ce titre.

En second lieu, la loi de 1907 ne parle pas des responsabilités encourues par suite de l'inexactitude des énonciations.

(1) *Annales de Droit commercial*. — Syndicats financiers d'émission.

Elle prévoit seulement une amende mais sans indiquer les personnes qui peuvent l'encourir.

Enfin, en troisième lieu, la notice a un caractère purement unilatéral. L'introducteur est seul à l'établir. La notice ne devrait-elle pas être apostillée, homologuée par une autorité (1).

On a objecté contre un tel contrôle que la liberté des Sociétés serait atteinte et que le retard des émissions serait de nature à gêner le placement des titres, mais cependant, la plus grande sécurité de l'épargne paraît être à ce prix.

La loi allemande a résolu ce problème de la façon suivante : une Commission spéciale représentant la Direction de la Bourse examine le prospectus et après enquête seulement décide de l'admission du titre.

Mais ce système est incompatible avec l'organisation des Bourses en France.

« Chez nous, écrit M. Thaller, la direction de la Bourse est confiée à la Compagnie des Agents de change, c'est-à-dire à un corps de fonctionnaires privilégiés. »

En Allemagne, les Bourses sont des initiatives privées sous le contrôle de l'Etat.

Cette différence est capitale.

Il est impossible de requérir l'admission à la cote par le Parquet des agents de change pour toutes les valeurs qui veulent entrer sur le marché.

Beaucoup d'entre elles restent aux mains de la Coulisse. On voit ce qu'il y aurait de contradictoire, pour la Chambre syndicale à admettre une valeur au marché libre, et d'autre part l'impasse où l'on aboutirait en excluant de ce marché

(1) Thaller, loc. cit. p. 91.

libre une valeur dont la Chambre syndicale aurait repoussé la cote ? (1).

La loi anglaise nous fournit un système qui pourrait s'accommoder de l'organisation de notre Bourse : c'est la création d'un organe d'experts, semblable au *chartered accountants*, que désignerait le Tribunal de commerce pour examiner la notice, après quoi seulement la valeur pourrait aborder le marché (2).

Cette publicité au Bulletin annexe au *Journal Officiel*, organisée avec tant de soin par le législateur de 1907 ne devait pas tarder à aller à l'encontre du but poursuivi.

Ces insertions obligatoires étaient en effet à la charge des Sociétés financières; elles étaient imposées dans un but de protection de l'épargne, qui pouvait ainsi être renseignée.

Néanmoins, que de dupes ont été faites grâce au Bulletin!

« En effet, après avoir vanté les chances d'avenir de leur affaire, les gros dividendes en perspective, les possibilités toujours évidentes de plus-value, le tout habilement rehaussé par le dénigrement des valeurs de tout repos, les démarcheurs, s'ils sentent quelques hésitations, sortent alors le *Bulletin annexe au Journal Officiel*. Ils montrent du doigt la publication relative à leur Société qui y est insérée, et concluent : « Voyez si ce que nous vous proposons est bon. L'Etat lui-même, dans le *Journal Officiel*, met nos notices. Voilà une garantie de premier ordre! (3) » et l'épargnant se laisse entraîner, mis en confiance par ce qu'il a vu, en très grosses lettres, en haut du Bulletin annexe : « *Journal Officiel de la République Française* ».

(1) Thaller, loc. cit.

(2) M. Léouzon-Leduc. — Revue pol. et parlement. — Août 1909 et juin 1910.

(3) Document n° 1328. — Chambre des députés. — 10^e législature.

Les annonces ainsi publiées revêtent un caractère officiel particulièrement dangereux pour certaines personnes qu'il convient de mettre en garde; la Société semble recevoir une estampille, une recommandation, à laquelle ces personnes ne sont pas toujours insensibles.

Une réforme s'imposait.

Mais ce fut par un décret que le Ministre des Finances statua sur cette modification à apporter à la loi de 1907.

Le 12 février 1912 parut le premier numéro du *Bulletin des Annonces Légales Obligatoires à la charge des Sociétés Financières*, car tel était son intitulé modifié.

En plus, cette mention était ajoutée : « *l'Etat n'est en aucune façon garant des insertions* ».

Avec l'expérience, beaucoup de dispositions édictées par la loi du 30 janvier 1907 se sont révélées insuffisantes, malgré les améliorations certaines apportées par ce texte.

Aussi les modifications qu'il convient d'apporter à la loi de 1907 n'ont échappé ni au Parlement ni au Gouvernement.

C'est ainsi que M. Klotz, Ministre des Finances, par un décret du 9 février 1912, instituait une « Commission chargée d'examiner certaines questions relatives aux annonces et aux prospectus concernant l'émission, la mise en souscription, l'exposition en vente ou l'introduction sur le marché, de titres étrangers et de rechercher les dispositions législatives tendant à l'interdiction de toute énonciation publique visant l'admissibilité à la cote ».

Nous examinerons rapidement trois propositions, dont le but était de protéger la petite épargne et de mettre les petits actionnaires à même de se rendre exactement compte de la valeur de la Société dont ils possèdent les titres.

En 1911, la Chambre fut saisie, par M. Haudos, d'un

amendement portant addition à l'article 3 de la loi du 30 janvier 1907 et ainsi libellé (1) :

8° Les noms, professions et domiciles des administrateurs. Leurs signatures devront être légalisées.

9° Les noms et domiciles du ou des notaires ayant reçu les statuts.

De plus, la signature et l'adresse des émetteurs, exposants, metteurs en vente et introducteurs qui doivent figurer sur la notice, devront être légalisées. Les bilans annuels, le compte de profits et pertes, le texte des résolutions votées par les actionnaires dans leurs Assemblées annuelles, les modifications statutaires seront obligatoirement publiées au Bulletin. Ce Bulletin sera en outre déposé dans tous les greffes de justices de paix et mis gratuitement à la disposition du public.

Cet amendement ne fut pas adopté.

Le 5 juin 1913, M. Nail déposait sur le bureau de la Chambre des Députés un rapport (2) qui, malheureusement, ne vint pas en discussion avant la fin de la législature.

Le projet qui fait l'objet de ce rapport avait été préparé par la Commission extraparlamentaire instituée le 9 février 1912 dont il a été question plus haut ; il visait à compléter et à renforcer les prescriptions de la publicité à de nouvelles catégories de titres, en réglementant la responsabilité civile des émetteurs et en organisant des sanctions pénales plus sévères. Suivant l'exacte expression du rapporteur, M. Nail, ce projet « sous les apparences modestes d'une deuxième édition, revue et augmentée de la loi de 1907, marque un progrès certain et mérite d'être adopté par le Parlement ».

Le texte proposé débute ainsi :

(1) Discussion du budget de l'Ex. 1912. — Débats Chambre des députés du 28 déc. 1911.

(2) Document Chambre n° 2810. — 10^e législature.

L'émission, l'exposition, l'offre, la mise en vente, l'introduction sur le marché en France d'actions, d'obligations, de *parts* ou de tous titres, de quelque nature qu'ils soient autres que les fonds d'Etat français, sont assujetties aux formalités ci-après :

Le mot *offre* a été ajouté aux expressions : émission, exposition, mise en vente, introduction. D'un sens plus général, il permet de saisir toutes les hypothèses. La loi serait donc applicable chaque fois qu'il y a offre et quelle que soit sa forme.

Le mot *parts*, introduit dans le nouveau texte vise non seulement les parts bénéficiaires et parts de fondateurs, mais tous autres titres du même genre dont la négociation peut être tentée sur le marché, et enfin ce texte s'étend à tous les titres autres que les fonds d'Etat français.

En outre, la notice que les émetteurs, exposants, auteurs de l'offre, metteurs en vente et introducteurs doivent faire insérer au *Bulletin des Annonces Légales Obligatoires* reproduit, en renforçant certaines d'entre elles, toutes les dispositions de la loi de 1907, et, en plus, exige que les émetteurs mentionnent dans la notice :

La date de l'acte de Société et de tous actes modificatifs;

La date exacte à laquelle la Société prend fin;

Les dispositions relatives à la composition des Assemblées générales;

Les noms, prénoms, nationalité, qualité et domicile, lieu et date de naissance des membres des Conseils d'administration et de surveillance, commissaires des comptes et censeurs, ainsi que des personnes qui ont fait des apports en nature;

Les charges hypothécaires ou autres qui grèvent les apports en nature, les mutations à titre onéreux dont ils ont été l'objet pendant les cinq dernières années et les conditions auxquelles ces mutations ont été faites;

Les engagements pris par la Société au sujet des taxes françaises ou étrangères, auxquelles les titres offerts sont ou pourront être ultérieurement soumis;

La certification par l'autorité consulaire établie en France que les actes en vertu desquels les titres d'une Société étrangère ont été émis sont conformes aux lois du pays où la Société s'est constituée.

Les autres articles de ce projet comportent un grand nombre de dispositions nouvelles dont nous avons analysé succinctement les principales.

L'article 3 énumère les énonciations à porter dans la notice dont la publication est imposée aux émetteurs, exposants, metteurs en vente ou introducteurs de titres d'emprunt de corporations, villes, provinces, Etats provinciaux ou fédérés et de toute collectivité publique étrangère autre que les Etats souverains et indépendants.

Il n'y avait rien de semblable dans la loi de 1907, qui, nous l'avons dit, ne s'appliquait qu'aux Sociétés.

Ces énonciations sont nécessaires pour permettre à l'acheteur ou au souscripteur d'apprécier l'offre qui lui est faite. Elles se rapportent : les unes à la situation financière et aux charges de la collectivité emprunteuse, les autres aux conditions du nouvel emprunt et aux avantages offerts aux souscripteurs.

L'article 4 indique les énonciations que doit contenir la notice à publier au Bulletin des annonces légales en ce qui concerne les titres des emprunts d'Etats étrangers souverains **et indépendants**, de pays soumis au protectorat français, de colonies, de départements, de communes, d'établissements publics ou d'utilité publique français.

Les prescriptions de ce texte sont imposées, non pas aux Etats eux-mêmes ou aux collectivités intéressées, mais aux émetteurs exposants, metteurs en vente ou introducteurs de leurs titres d'emprunt.

D'autre part les énonciations sont strictement indispensables pour éclairer le souscripteur ou l'acheteur.

L'article 7 reproduit les dispositions de la loi du 30 janvier 1907, qui obligent les émetteurs, exposants, etc., à avoir un domicile en France et à signer les notices. Leur signature doit être suivie de leurs qualité et domicile. En outre, deux innovations ont été insérées : l'émetteur est tenu de certifier la conformité des énonciations de la notice avec celle des statuts, bilans et tous autres documents, et, pour les sociétés dont les statuts sont rédigés en langue étrangère, les émetteurs sont obligés d'affirmer, sous leur signature, que la traduction insérée dans la notice est complète, sincère et conforme au texte original.

L'article 8 étend et complète les dispositions de la loi de 1907 relatives à la publicité par prospectus, circulaires, affiches ou annonces dans les journaux. Il contient les règles spéciales, d'une part aux prospectus et circulaires qui reproduisent toutes les énonciations de la notice, d'autre part aux affiches et annonces qui ne reproduisent qu'un extrait.

Ainsi que nous l'avons dit au début de cette analyse, ce projet ne vit pas le jour.

Enfin, le 31 mars 1914, deux députés, MM. Debaune et Morin, proposaient que la « notice publiée au bulletin préalablement à l'émission, à l'exposition, à la mise en vente ou à l'introduction sur le marché en France, des titres de sociétés françaises ou étrangères, devra faire mention de la somme affectée aux frais d'émissions, commissions et publicité. »

En outre, cette mention devait être reproduite sur les affiches, prospectus, circulaires, bulletin de souscription et d'achat.

Le but à atteindre était de mettre l'épargne française en garde contre des émissions qui ne demandent le succès qu'à une réclame tapageuse ou à des manœuvres frauduleuses, et de faciliter la répression des faits délictueux qui pourraient être commis dans les opérations de ce genre.

Comme le précédent texte, celui-ci ne fut pas adopté, n'ayant pas même fait l'objet d'un rapport.

Nous avons tenu à insister sur ces propositions de modification et d'amélioration de la loi de 1907 et de notre système de publicité des émissions financières, car ces travaux, qui ne présentent plus à l'heure actuelle qu'un intérêt rétrospectif, peuvent cependant, un jour prochain, servir de base à un nouveau projet sur la réglementation des sociétés, dont le but serait de réaliser, d'une manière effective, la sauvegarde de notre épargne.

Le rapport particulièrement important de M. Nail prévoyait dans son ensemble une série de garanties à donner aux petits capitalistes, trop souvent victimes de leur crédulité naïve, en attendant d'organiser leur éducation financière.

Ainsi que le faisait remarquer M. Guillaume Chastenet, tout récemment encore, dans une interpellation développée devant le Sénat, sur les abus auxquels donnent lieu les actions à vote plural, notre législation sur le droit d'émission d'actions par les sociétés est « tout à fait désuète et périmée et elle laisse passer entre ses lignes certains détrousseurs de l'épargne, comme un filet à mailles trop larges laisse passer l'anguille » (1).

VALEURS FRANÇAISES

Nous étudierons le régime du contrôle auquel les valeurs françaises sont soumises en examinant leur admission au Marché officiel ou au Parquet et leur admission à la Coullisse ou en Banque.

Marché officiel. — Une valeur ne peut être admise sur le marché officiel qu'en vertu d'une décision formelle de la Chambre syndicale des Agents de change prononçant l'admission de cette valeur aux négociations officielles. Cette admission se manifeste extérieurement par l'insertion au Bulletin de la cote des cours pratiqués sur cette valeur.

(1) Séance du Sénat du 8 mars 1927.

« *La Chambre syndicale est maîtresse de la cote* », telle est l'expression qui est couramment employée aussi bien pour les introductions au comptant qu'à terme, mais la Chambre syndicale ne peut accorder ou refuser leur admission à la cote qu'aux valeurs autres que les fonds d'Etat français, ceux-ci étant admis de plein droit.

Cette admission découle d'une longue tradition, et, en dernier lieu, l'article 80 du décret du 7 octobre 1890 déclare formellement que « les fonds d'Etat français y sont portés de plein droit. »

En ce qui concerne les valeurs françaises autres que les fonds d'Etat, aucun document officiel analogue à ceux que l'on trouve sur les valeurs étrangères par exemple, ne règle la question de leur admission. A la lettre, on peut dire qu'il n'y a aucun texte légal organisant l'admission à la cote des valeurs françaises autres que les fonds d'Etat.

La Chambre syndicale jouit d'une prérogative très étendue. Elle peut accorder l'admission, la refuser, la suspendre, l'interdire, admettre d'office; c'est un pouvoir très large, presque un pouvoir discrétionnaire. Cependant ce pouvoir n'est entier que vis-à-vis des valeurs françaises, car, pour les valeurs étrangères, l'intervention gouvernementale peut réduire, dans une certaine mesure, les droits de la Chambre syndicale.

Il n'existe pas de voie de recours contre la décision de la Chambre syndicale, qui est « maîtresse de la cote », mais sa responsabilité serait cependant engagée par l'admission à la cote de valeurs non négociables qui ne réuniraient pas les conditions requises pour être admises.

Par exemple, elle a été déclarée responsable du préjudice causé aux tiers par l'admission à la cote officielle de titres d'obligations d'une société de chemins de fer étrangers, alors

que, d'une part, le capital social — ou portion de ce capital — n'avait pas été versé, et que, d'autre part, l'admission à la cote desdites obligations n'avait pas été autorisée par le Ministre des Finances.

La Chambre syndicale répondrait également envers la société dont elle aurait admis imprudemment les titres à la cote, s'il en était résulté un préjudice quelconque pour cette société.

Mais, lorsque les valeurs dont l'admission à la cote est prononcée, toutes les conditions exigées étant réunies, la Chambre syndicale ne garantit nullement le succès de l'entreprise, du fait de l'admission. L'admission ne constitue jamais un « brevet d'excellence » pour une valeur.

Quant au refus d'admission à la cote, il ne paraît pas pouvoir donner lieu à une action en responsabilité. Il appartient à la Chambre syndicale de déterminer les conditions auxquelles elle croit devoir subordonner l'admission ou le maintien à la cote officielle, et elle ne peut encourir aucune responsabilité à raison de la dépréciation que ces valeurs ont pu subir (1).

L'intervention du gouvernement ne se manifeste que lorsqu'il s'agit de titres jouissant d'une garantie de l'Etat ou des départements et communes, aucune mention de garantie ne devant être inscrite à la cote sans autorisation formelle du ministre.

Marché en coulisse. — En ce qui concerne les valeurs introduites sur le marché en banque, l'admission à la cote de la *Coulisse* est subordonnée à la décision du Syndicat des Banquiers en Valeurs au comptant ou du Syndicat des Banquiers en Valeurs à termes, qui ont élaboré des statuts et des règlements très précis. Cet ensemble de dispositions réglementa-

(1) Répertoire Dalloz.

trices a eu pour effet de donner au marché en banque la confiance dont il est entouré et qu'il mérite.

Les membres du marché en banque ont créé un bulletin paraissant tous les jours de Bourse, sur lequel sont inscrits les cours des valeurs admises aux négociations sur ce marché. Ce Bulletin est, pour le Syndicat des Banquiers ce que la cote officielle est pour la Compagnie des Agents de change.

Il faut cependant remarquer qu'il existe deux bulletins quotidiens : l'un publié par le Syndicat des Banquiers en Valeurs au comptant, l'autre par le Syndicat des Banquiers en Valeurs à terme. Chaque Syndicat publie sur son bulletin les valeurs sur lesquelles s'exercent ses attributions. Certains titres se négociant à la fois au comptant et à terme figurent, par suite, sur les deux cotes.

Pour chacun de ces syndicats, l'organe directeur, qui porte le nom de Chambre syndicale — comme pour le marché officiel — décide de l'admission des valeurs sur le marché en banque. Cette admission n'est prononcée que lorsqu'un certain nombre de formalités ont été remplies, qui sont d'ailleurs sensiblement les mêmes que celles exigées pour l'admission au marché officiel.

Si les formalités sont assez identiques, en ce qui concerne l'admission aux négociations au marché officiel et au marché en banque, il faut cependant noter qu'à ce dernier marché, le gouvernement s'abstient de toute intervention.

Cette situation a fait l'objet de vives critiques et particulièrement en ce qui concerne les valeurs étrangères.

On a fait remarquer que des valeurs auxquelles la cote officielle aurait été vraisemblablement refusée pour des motifs d'ordre politique ou diplomatique, demanderont directement leur admission à la cote en banque, et arriveront, grâce à la confiance qu'inspire le marché en Coullisse, à trouver des débouchés presque aussi sûrement que si elles avaient été traitées sur le marché officiel.

Le gouvernement, avant la guerre, puisait son droit d'intervention en matière d'admission au marché officiel dans le décret du 6 février 1880. Or, ce texte ne permet pas d'étendre ce droit au marché en banque.

VALEURS ETRANGÈRES

Les valeurs étrangères, qui sont tant en faveur aujourd'hui, n'ont pas toujours été admises sur le marché.

Leur histoire comporte deux phases :

Il y a lieu d'envisager d'abord les titres d'emprunts des Etats étrangers, qui furent introduits les premiers, puis les titres des sociétés étrangères, cotées à la Bourse un quart de siècle après.

Nous nous proposons d'examiner successivement les uns et les autres.

Fonds d'emprunts des Etats étrangers

Leur exclusion est prononcée d'une manière très nette par un arrêt du Conseil de 1785, en ces termes :

« Fait défense Sa Majesté auxdits agens de change de cotes à la Bourse d'autres effets que les effets royaux et le cours des changes. »

Cette prohibition se comprend aisément du fait que la majeure partie des opérations effectuées dans les Bourses au XVIII^e siècle ne portent que sur des marchandises.

Avec le XIX^e siècle, plusieurs fonds d'Etats étrangers apparaissent à la cote de la Bourse de Paris et notamment : en 1811,

un emprunt du roi de Saxe; en 1817 un emprunt des Deux-Siciles; en 1822 les fonds d'Etat espagnols; en 1823 les obligations prussiennes (1).

Les négociations se développant, et, en outre, devant le nombre des réclamations tendant « à obtenir l'autorisation de porter sur le cours authentique de la Bourse de Paris les emprunts des gouvernements étrangers », dit le préambule de l'ordonnance de 1823, il devenait urgent de substituer un texte approprié aux circonstances et d'abroger celui de l'arrêt de 1785.

C'est cette ordonnance du 12-18 novembre 1823 qui autorise — ce texte étant toujours en vigueur — à coter sur le Bulletin authentique de la Bourse de Paris les effets publics étrangers. Il est libellé ainsi :

Art. 1^{er}. — A l'avenir, les effets publics des emprunts des gouvernements étrangers seront cotés sur le cours authentique de la Bourse de Paris.

Art. 2. — L'arrêt du conseil du 7 août 1785 est rapporté en ce qu'il renferme de contraire à la présente ordonnance.

Cette autorisation n'implique nullement, de la part du Gouvernement, ni approbation desdits emprunts, ni obligation d'intervenir en faveur de ceux qui accepteraient de tels placements de capitaux.

Le Gouvernement se borne à autoriser l'admission à la cote des titres étrangers autrefois exclus du marché.

Cette ordonnance entraîne-t-elle pour la Chambre syndicale, lorsqu'il s'agit de l'admission à la cote de valeurs étrangères, l'obligation d'avoir un avis favorable du gouvernement et a-t-elle pour conséquence de déroger au principe d'après lequel la Chambre syndicale, sous sa responsabilité, est maîtresse d'accorder ou de refuser l'admission à la cote?

(1) R.-G. Lévy. — Les capitaux français à l'étranger.

A diverses reprises et à des intervalles assez éloignés, la Chambre syndicale paraît avoir voulu se faire décharger de cette responsabilité par un avis formel du gouvernement. Mais celui-ci, tout en proclamant l'idée qu'une autorisation de lui était nécessaire, a toujours eu soin de maintenir qu'il entendait laisser à la Chambre syndicale son pouvoir d'appréciation.

Au reste, voici en quels termes était conçue la lettre du 12 novembre 1825 adressée par le Ministre des Finances, M. de Villèle, au syndic des Agents de change, lettre interprétative de l'ordonnance de 1823 :

M. le Ministre des Affaires étrangères m'a transmis, par une dépêche en date du 31 octobre dernier, la demande que lui a faite, au nom de son gouvernement, M. le duc de Villa Hermosa, ambassadeur de S. M. Catholique, pour obtenir que les valés consolidés d'Espagne, émis depuis le 1^{er} mai 1824, à l'intérêt de 4 pour cent par an, fussent cotés sur le bulletin officiel de la Bourse de Paris. Cette demande m'a paru n'avoir rien de contraire aux dispositions de l'ordonnance royale du 12 novembre 1823. Je vous autorise, en conséquence, et conformément à ladite ordonnance, à coter ces effets dans le bulletin officiel de la Bourse de Paris toutes les fois qu'ils donneront lieu à des opérations faites avec concurrence et publicité, en assez grand nombre pour produire un cours véritable et tel que le public ne puisse être induit en erreur sur leur valeur réelle, précaution que vous devrez également prendre pour tous les autres effets avant de les coter officiellement.

J'ai l'honneur, etc.

Signé : VILLÈLE.

Cette réponse ne satisfait pas complètement la Chambre syndicale, car, quelques années plus tard, en 1837, préoccupée « d'éviter les contestations que pourraient élever les partis qui auraient à se plaindre des déterminations qu'elle aurait prise », elle demanda que le gouvernement statuât lui-même sur l'admission des valeurs à la cote. Mais sa demande ne fut pas accueillie et le Ministre des Finances lui répondit « qu'il ne pouvait que se reposer sur la prudence de la Compagnie

pour concilier l'exécution des règlements avec ce qu'elle doit au public et à elle-même ».

En 1872, la question fut de nouveau soulevée et motiva une lettre du Ministre des Finances au syndic des Agents de change.

« Il est bien entendu, disait le Ministre des Finances, que c'est toujours à la Chambre syndicale qu'il appartient d'admettre les valeurs étrangères aux négociations de la Bourse : elle seule peut le faire en connaissance de cause, et, d'ailleurs, elle seule a qualité pour le faire. Mais, après avoir prononcé l'admission en principe, elle ne doit procéder à l'inscription au bulletin officiel qu'après avoir pris l'avis de mon département. »

Ainsi, après avoir affirmé le droit de la Chambre syndicale d'être maîtresse de sa cote, le Gouvernement a bien soin de rappeler que ce droit doit se concilier avec les nécessités d'ordre et d'intérêts publics dont il a seul à la fois la garde et l'appréciation.

On voit que, dans ces conditions, et abstraction faite de la question de principe, l'autorisation du Ministre des Finances doit, en fait, commander la décision de la Chambre syndicale : on comprendrait difficilement que la Chambre syndicale admit à la cote officielle une valeur étrangère contre la volonté du Gouvernement.

Enfin, cette interprétation a de nouveau été confirmée par le Ministre des Finances, dans une lettre en date du 12 août 1873, adressée au syndic des Agents de change, et ainsi libellée :

Monsieur le syndic, j'ai reçu la lettre, en date du 6 de ce mois, par laquelle vous me faites connaître que la Chambre syndicale a prononcé, dans sa séance de la veille, l'admission aux négociations de la Bourse, au comptant et à terme, des obligations de l'emprunt égyptien, 7 0/0 1873, libérées et non libérées, et que cette admission aura son effet à partir du 11 du mois courant.

Je vous prie de surseoir à l'application de cette mesure jusqu'à nouvel avis de ma part. En effet, et même en admettant que, examen fait de son opportunité, je n'eusse aucune objection à faire au point de vue qui me concerne spécialement, j'aurais tout au moins à prendre l'avis de mon collègue, M. le Ministre des Affaires étrangères, ce que je vais faire sans retard.

Ainsi que j'ai eu l'honneur de vous le rappeler dans ma lettre du 31 juillet dernier, l'admission à la cote officielle de la Bourse de Paris des *fonds publics des gouvernements étrangers* reste régie par l'ordonnance royale du 12 novembre 1823 contresignée par M. de Villèle, ordonnance dont le commentaire et l'application se trouvent consignés dans une lettre adressée, le 12 novembre 1825, par ce même Ministre à M. le Syndic des agents de change.

Aujourd'hui, comme alors, il est nécessaire que le Ministre des Finances et le Ministre des Affaires étrangères soient mis à même d'apprécier, l'un au point de vue de l'intérêt du Trésor, l'autre au point de vue de l'intérêt politique, s'ils n'ont point de motif de s'opposer à l'inscription sur la cote officielle de fonds publics étrangers dont la Chambre syndicale, au point de vue de l'intérêt du public, aurait jugé la négociation utile et opportune.

Le Ministre des Finances :

P. MAGNE.

Cette dernière phrase résume le départ des attributions et des responsabilités en ce qui concerne l'admission à la cote des fonds d'Etats étrangers.

A la Chambre syndicale de décider sur l'intérêt du public, c'est-à-dire sur la régularité de l'emprunt, l'opportunité de sa cotation, notamment d'après l'importance probable des négociations.

Au Ministre des Affaires étrangères de juger de l'intérêt diplomatique, en tenant compte de l'état actuel de nos rapports politiques avec la puissance emprunteuse.

Au Ministre des Finances enfin d'examiner l'intérêt du Trésor, c'est-à-dire l'influence que pourrait exercer l'opéra-

tion projetée sur le marché financier et sur les opérations analogues que désirerait entreprendre le Trésor.

Ce point de vue était, de nouveau, nettement affirmé par M. Stéphen Pichon, Ministre des Affaires Etrangères, devant la Chambre des Députés, le 13 janvier 1911, en ces termes :

« Lorsqu'une demande d'emprunt avec admission à la cote est adressée à la France, le rôle du Ministre des Affaires Etrangères se borne, d'abord à faire savoir à M. le Ministre des Finances s'il y a des objections d'ordre politique ou diplomatique à opposer à l'admission à la cote de l'emprunt, et ensuite à lui transmettre les informations d'ordre financier qu'il a reçues de ses agents sur les conditions dans lesquelles l'affaire se présente.

« C'est au Ministre des Finances qu'il appartient de juger, d'après les informations qu'il possède et celles qu'il reçoit par l'intermédiaire des agents du Ministère des Affaires Etrangères, pour que l'admission à la cote soit autorisée. »

Puis, lors de la discussion d'une proposition de M. Damour sur l'admission des valeurs étrangères à la cote officielle de la Bourse de Paris, le 3 février 1912, M. Poincaré, Président du Conseil, Ministre des Affaires Etrangères, faisait la déclaration suivante : « Quand une demande est adressée au Gouvernement, celui-ci l'examine; il apprécie les intérêts financiers et les intérêts politiques français et il statue. »

Et, plus loin :

« Le Gouvernement n'a point attendu la courtoise invitation de M. Damour pour décider que, dans toute demande d'émission, l'intérêt français devait primer l'intérêt financier; et il a été unanime à estimer qu'en présence de chaque demande d'admission à la cote, le Ministre des Finances devait avant tout se mettre d'accord avec le Ministre des Affaires Etrangères: en cas de dissentiment toujours possible sur

l'opportunité d'un emprunt, le Conseil des Ministres aurait à se prononcer et à départager les deux Ministres compétents. »

En fait, nous pensons que cette disposition ne saurait être appelée à jouer que pour des affaires d'une importance particulière, soit au point de vue des relations diplomatiques de la France avec les pays étrangers, soit au point de vue de la protection de l'épargne française.

Le décret du 6 février 1880, concernant la négociation en France des valeurs étrangères ne mentionne pas la situation qui est faite aux effets publics étrangers. Il faut rechercher dans une lettre du 12 février 1880, du Ministre des Finances au Syndic des Agents de change à Paris, au sujet de l'application du décret du 6 février 1880, le point qui nous intéresse.

La dernière phrase de cette lettre est ainsi conçue :

« Rien n'est changé aux lois ou règlements actuellement applicables aux fonds d'Etats étrangers. »

Valeurs étrangères autres que les fonds d'Etat

Le décret du 6 février 1880, confirmé par l'article 81 du décret du 7 octobre 1890 sur l'organisation des Bourses, constitue le critérium de la négociation en France des valeurs étrangères.

Cependant, dès 1858, certaines valeurs étrangères, autres que les effets publics, furent admises à la négociation en Bourse.

Le décret du 22 mai 1858 est relatif aux titres émis par les Compagnies de chemins de fer construits en dehors du territoire français.

Ce décret a eu pour but la protection des titres des chemins de fer français contre la concurrence des titres des compagnies similaires étrangères (1).

(1) Manuel des Agents de change.

Celles-ci devaient justifier qu'elles étaient constituées conformément aux lois de leur pays, et en outre fournir au Ministre des Finances et à la Chambre syndicale un dossier de pièces justificatives relatives aux autorisations, conditions de formation et d'existence et cahiers des charges qui les inté-ressaient.

En outre leurs actions ne pouvaient être inférieures à 500 francs et libérées jusqu'à concurrence des sept dixièmes.

Ce texte fut modifié par le décret du 16 août 1859, qui ouvre plus largement le marché aux valeurs étrangères. Il n'est plus question, en effet, des titres émis par les « Compagnies de chemins de fer », mais de « valeurs des compagnies étrangères ». De plus la valeur nominale des actions ne peut être moindre de 500 francs, comme auparavant, mais la libération exigée n'est plus que des deux cinquièmes.

Le décret du 6 février 1880, complété et interprété par une lettre du 12 du Ministre des Finances au Syndic des Agents de change, est libellé de la manière suivante :

Art. 1^{er}. — Les Chambres syndicales des agents de change, à Paris ou dans les départements, accordent, refusent, suspendent ou interdisent la négociation, à leurs Bourses respectives, des actions, obligations, titres d'emprunts, quelle que soit d'ailleurs leur dénomination, émanant de sociétés, compagnies, entreprises, corporations, villes, provinces étrangères, et tous autres établissements étrangers.

Art. 2. — La Chambre syndicale près la Bourse où l'admission d'une valeur étrangère est demandée se fait remettre les pièces et justifications suivantes :

1° Les actes publics ou privés, statuts, cahiers des charges, etc., en vertu desquels cette valeur a été créée dans son lieu d'origine;

2° La certification, par l'autorité consulaire établie en France, que ces actes sont conformes aux lois et usages de leur pays d'origine et que la valeur est officiellement cotée dans ledit pays a moins qu'il n'y existe pas de Bourse officielle auquel cas le fait serait constaté par le certificat;

3° La justification de l'agrément, par le **Ministre des Finances**, d'un représentant responsable du paiement des droits du Trésor.

Art. 3. — La **Chambre syndicale** peut demander, en outre, toutes pièces, justifications et renseignements qu'elle juge nécessaires.

Art. 4. — Les actions admises à la cote ne peuvent être de moins de cent francs lorsque le capital des entreprises n'excède pas deux cent mille francs, ni de moins de cinq cents francs si le capital est supérieur à deux cent mille francs. Elles doivent être libérées jusqu'à concurrence du quart.

Art. 5. — Le **Ministre des Finances** peut toujours interdire la négociation, en France, d'une valeur étrangère.

Art. 6. — Sont abrogés les décrets des 22 mai 1858 et 16 août 1859 concernant la négociation, en France, des valeurs étrangères.

La lettre précitée du 12 février 1880 précise qu'« il a paru utile de rappeler expressément (art. 5 du décret) le droit qu'a toujours eu le **Ministre des Finances** d'interdire la négociation officielle en France des valeurs étrangères. »

C'est en conséquence sous réserve du droit de surveillance et de contrôle du **Ministre** que les **Chambres syndicales** ont pouvoir, aux termes de l'article 1^{er}, d'accorder, refuser, suspendre ou interdire les négociations de l'espèce à leurs Bourses respectives.

Par suite, toutes les fois qu'une **Chambre syndicale** d'agents de change aura cru pouvoir admettre, en principe, à la cote, une valeur étrangère, elle devra en donner aussitôt avis au **Ministre des Finances**, et ainsi que cela se pratique d'ailleurs depuis plusieurs années, elle ne pourra faire procéder à l'inscription au bulletin officiel et autoriser la négociation de cette valeur à son parquet, avant d'avoir reçu du **Ministre** une autorisation expresse et écrite.

C'est donc à la **Chambre syndicale** seule qu'il appartient, sous sa responsabilité, ainsi que le rappelait **M. Léon Say**, dans une lettre adressée, le 4 juillet 1882, au **Syndic des Agents de change**, de statuer sur les demandes de négociations de titres

de compagnies étrangères, de se faire remettre toutes les pièces justificatives prescrites par l'article 2 et d'en reconnaître la régularité. »

La lettre du 12 février 1880 revient au système mis en vigueur par le décret du 22 mai 1858 en ce qui concerne la constitution en double du dossier, l'un pour le Ministre des Finances, l'autre pour la Chambre syndicale.

Du reste les termes de cette lettre sont les suivants :

Bien qu'en principe il appartienne aux Chambres syndicales seules de s'assurer de la régularité de ces justifications, je désire qu'il en soit fourni un double à mon administration pour être déposé dans ses archives. Vous voudrez bien joindre aux décisions que vous seriez dans le cas de soumettre à mon approbation une expédition ou une copie certifiée de chacune des pièces énoncées dans l'article 2 du décret.

Ainsi, lorsqu'une Chambre syndicale a cru pouvoir admettre en principe une valeur de l'espèce, elle en avise le Ministre des Finances et attend son autorisation qui n'est pas donnée sans que le Ministre des Affaires Etrangères ait été consulté, au point de vue diplomatique.

Il résulte des travaux préparatoires du décret de 1880 que l'intervention du Ministre des Finances a pour but de lui permettre, d'une part, de s'assurer de la stricte application des lois fiscales et notamment de la constitution d'un représentant responsable des droits vis-à-vis du Trésor, d'autre part d'apprécier l'opportunité de l'admission à la cote au point de vue de l'intérêt du Trésor et de la situation du marché.

Un décret du 1^{er} décembre 1893 est venu apporter une modification au décret de février 1880, dans le but de le mettre en harmonie avec la loi du 1^{er} août 1893 qui avait abaissé le minimum du capital des actions des sociétés françaises (1).

(1) Manuel des Agents de change.

Pratiquement, l'autorisation du Ministre des Finances n'est pas toujours une garantie pour le souscripteur de valeurs étrangères.

Ainsi, à la fin de juin 1926, à la demande d'importants groupements italiens, 200.000 actions d'une affaire italienne, la « Snia Viscosa » ont été admises, après autorisation du Ministre des Finances français, à la cote officielle des Agents de change, au cours de 450 francs.

Ce cours ne put être maintenu et s'affaissa jusqu'à 160, après avoir atteint 475 momentanément.

Cette baisse infligeait alors à l'épargne française, qui avait souscrit ces actions étrangères importées sur le marché français, une perte de 65 0/0 environ.

SECTION II. — La Législation pendant la Guerre 1914-1918

La Loi du 31 Mai 1916

Avec la guerre, le régime des valeurs mobilières fut assez profondément modifié par la loi du 31 mai 1916 « portant restriction du droit d'émission des valeurs mobilières pendant la durée des hostilités », et dont les termes sont les suivants :

Article premier. — L'émission, l'exposition, la mise en vente l'introduction sur le marché en France, de titres de rente, emprunts et autres effets publics des gouvernements étrangers, d'obligations ou de titres de quelque nature qu'ils soient, de villes, corporations ou Sociétés françaises ou étrangères, sont interdites à partir de la promulgation de la présente loi jusqu'à une date à fixer par décret en Conseil des Ministres après la cessation des hostilités.

Toutefois, il peut être dérogé à cette disposition par arrêté du Ministre des Finances.

Art. 2. — Les infractions à la présente loi seront passibles d'un emprisonnement de six mois à un an et d'une amende de

mille à dix mille francs (1.000 à 10.000 fr.) et, en cas de récidive, d'un emprisonnement de un à deux ans et d'une amende de dix mille à vingt-cinq mille francs (10.000 à 25.000 fr.).

L'article 463 du Code pénal sera applicable.

Le but recherché par ce texte est nettement indiqué par M. Ribot, Ministre des Finances, dans l'exposé des motifs du projet : « Il importe d'éviter les sollicitations dont les détenteurs de capitaux pourraient être l'objet de la part de certains financiers, et le Gouvernement doit toujours être en mesure, tant que dureront les hostilités, d'apprécier l'objet et l'étendue des émissions projetées, quelles qu'elles soient », et lors de la discussion devant la Chambre des Députés : « Il faut que le marché des capitaux, comme toutes les forces de la France, soit en ce moment sous le contrôle du Gouvernement français, c'est-à-dire défendu au profit non pas d'intérêts particuliers, mais de la défense nationale, qui absorbe tout, qui commande et domine tout (1). »

C'est à l'exemple de l'Angleterre que le Gouvernement s'est décidé à demander les pouvoirs extraordinaires que comporte la loi du 31 mai 1916, afin d'avoir un regard sur le marché des valeurs mobilières et d'empêcher les capitaux français de se détourner des besoins de la défense nationale.

Ce projet a pour objet de restreindre le droit d'émission des valeurs mobilières pendant la durée des hostilités et même pendant une période plus longue si le Gouvernement le juge indispensable. Cette restriction consiste dans l'obligation de demander l'autorisation du Ministre des Finances, autorisation qui sera donnée par arrêté, pour l'émission, l'exposition, la mise en vente, l'introduction sur le marché des valeurs mobilières de toute nature, tant françaises qu'étrangères.

(1) Débats de la Chambre des députés du 18 mai 1916.

Le Ministre des Finances pourra refuser l'autorisation sollicitée toutes les fois qu'il estimera que cela est nécessaire, et il se réserve ainsi le droit d'apprécier l'objet et l'importance des opérations visées par ce texte, sous sa responsabilité.

Ce projet fut d'ailleurs rapidement adopté par les Chambres. Seul M. le Député Dubois présenta quelques objections. Il demandait notamment que l'émission des titres étrangers fut seule limitée et que, d'autre part, on laisse aux sociétés françaises leur entière liberté dans le but d'aider à la reprise des affaires et au relèvement des ruines causées par la guerre. De plus il formulait la crainte que le public fût induit en erreur par l'estampille donnée à telle société et refusée à telle autre.

La loi ne dit pas, en effet, si les émissions autorisées par le Ministre des Finances pourront être présentées comme telles au public.

Le projet n'en fut pas moins voté à une grosse majorité à la Chambre.

La loi de 1916 désigne certaines opérations ainsi dénommées : l'émission, l'exposition, la mise en vente et l'introduction sur le marché en France.

Les termes de cette énumération qui se trouve dans ce projet n'ont pas été imaginés uniquement pour ce texte; ils ont été pris dans des lois antérieures et notamment dans les lois du 13 avril 1898 et du 3 janvier 1907.

La première, dans son article 13, vise « l'émission, la mise en vente, l'exposition ou l'introduction sur le marché des titres étrangers désignés dans l'article 4 de la loi du 29 juin 1872 ». Cette loi ne s'applique seulement qu'à des titres étrangers.

La loi du 3 janvier 1907 dispose à l'égard des titres étrangers et également des titres des sociétés françaises. Son

article 3 concerne « l'émission, l'exposition, la mise en vente, l'introduction sur le marché d'actions, d'obligations ou de titres, de quelque nature qu'ils soient, de sociétés françaises ou étrangères ».

Il est évident que le texte de la loi du 31 mai 1916 reprend presque mot à mot les dispositions des lois du 13 avril 1898 et du 3 janvier 1907.

Le sens des mots que comporte cette énumération a été donné par M. Raoul Péret, dans son remarquable rapport à la Chambre des Députés, compte tenu des définitions contenues dans les textes législatifs, les instructions du Ministère des Finances et les arrêts de la Cour de Cassation.

Le mot *émission* est une expression générale qui comprend tout placement de valeurs mobilières nouvelles sur le marché français, par la collectivité ou son mandataire. (Cass., 17 janvier 1888).

L'*exposition* est la mise à l'étalage de titres aux vitrines qui donnent sur la voie publique et à celles placées à l'intérieur des bureau des banques.

La *mise en souscription ou en vente*, effectuée par la collectivité ou son mandataire, n'est autre chose qu'une émission qui, au lieu d'être ouverte et close à dates fixes, se prolonge indéfiniment jusqu'à ce que le but poursuivi soit atteint. C'est ainsi, par exemple, que les Compagnies de chemins de fer émettent des obligations nouvelles en les mettant en souscription ou en les exposant en vente dans les différentes gares de leur réseau.

Quant à l'*introduction*, elle est le fait de l'établissement de crédit, du banquier, du professionnel en matière de vente et d'achat de valeurs en bourse, qui écoule sur le marché français des titres qu'il a achetés en vue de créer sur la place un courant d'affaires sur ces valeurs ou d'accroître celui déjà existant. Par cela même qu'elle suppose l'idée de constituer un marché plus ou moins étendu ou de donner plus d'importance au marché existant, l'opération doit avoir pour objet une certaine quantité de titres. Cette quantité ne peut être déterminée, dans chaque cas particulier, qu'en tenant compte des circonstances; il est impossible de la fixer

d'avance, d'une manière uniforme et invariable, à un certain chiffre.

M. Tchernoff, qui a étudié, d'une manière très judicieuse et très approfondie, le mécanisme de la loi du 31 mai 1916, remarque qu'à propos du mot « émission », deux sens peuvent lui être attribués. En premier lieu, qui dit émettre, veut dire, aux termes de la loi de 1867, détacher des titres d'une souche et les attribuer aux souscripteurs : ce n'est pas dans ce sens que le terme « émission » est employé par la loi du 31 mai 1916.

« Emission » veut dire : placement public. Par conséquent, il est parfaitement possible que, même sous l'empire de la nouvelle loi, on puisse créer une souche à titre, détacher un titre d'une souche pour l'attribuer au souscripteur ou à l'obligataire et cela sans solliciter à cet effet une autorisation quelconque du Ministre des Finances (1).

La discussion au Sénat a permis de fixer très nettement ce point que, malgré la loi du 31 mai 1916, il peut être constitué une nouvelle société, avec création de nouvelles actions, sans avoir obtenu, au préalable, l'autorisation ministérielle, à la condition que les administrateurs — au moins sept — se répartissent entre eux les actions de la société, sans faire appel à l'épargne publique.

M. Ribot, à ce sujet, répondit à la question posée par M. Maurice Colin, auteur de la suggestion précédente : « Il y a, dans le sens du mot « émission », cet élément certain : l'appel au marché, l'introduction de valeurs nouvelles sur le marché national sous une forme quelconque, si deux ou trois personnes se réunissent pour se partager les actions, il n'en-

(1) *Journal des Economistes* de décembre 1916.

trera dans l'idée de personne que les lois pénales et fiscales puissent être applicables (1). »

Autrement dit, il y a émission dans le fait de faire appel au public.

M. Guillaume Chastenet, en prenant part à la discussion, et en parfait accord avec le Ministre des Finances, a merveilleusement éclairé le sens qu'il faut donner à la loi du 31 mai 1916, en posant et en répondant à la question suivante :

« Il faut, n'est-il pas vrai, distinguer entre deux modes de procédés pour la création de sociétés nouvelles et également pour les emprunts par voie de création d'obligations; on peut y procéder soit par voie de souscription entre particuliers, soit par voie d'émission en s'adressant au public. Ne pourra-t-on plus, à l'avenir, souscrire des actions à une société nouvelle? Ne pourra-t-on pas, en d'autres termes, créer de nouvelles sociétés anonymes? Des sociétés ont besoin de capitaux, ne pourront-elles pas fournir des obligations en représentation de leurs emprunts?

« Les intentions de M. le Ministre des Finances ne vont pas jusqu'à de pareilles prohibitions. On pourra parfaitement, en dehors de l'appel au public, créer des sociétés; une société existante pourra très bien donner des obligations aux banquiers ou aux personnes qui lui souscriront un emprunt; c'est le fait de recourir au marché, de s'adresser au public, qui, seul, peut tomber sous l'interdiction de la loi. »

Ainsi que nous l'avons dit plus haut, une société pourra se constituer et répartir les actions entre ses premiers administrateurs : dans ce cas il n'y a pas appel au public, et l'autorisation du Gouvernement ne sera pas nécessaire.

(1) Débats du Sénat du 30 mai 1916.

Par voie de conséquence, une société déjà créée pourra procéder à l'augmentation de son capital en s'adressant à un capitaliste, à condition qu'il conserve les actions souscrites. *L'essentiel est qu'il n'y ait pas de publicité pour le placement des titres dans le public.*

La mise en vente ou en souscription est le fait, par une maison de commerce, société, banque, de vendre ses propres obligations à ses guichets. Cette opération est soumise à l'autorisation du Ministre des Finances.

L'introduction sur le marché est la conséquence de l'admission à la cote et des mesures destinées à accroître le courant d'affaires déjà existant sur une valeur, mais il faut, comme première condition, que l'opération porte sur un certain nombre de titres, et c'est précisément ce chiffre qu'il est impossible de fixer à l'avance. C'est là une question de circonstances.

Il y a donc introduction sur le marché quand des titres qui étaient vendus de la main à la main sont livrés au marché officiel ou au marché de la coulisse.

La différence d'espèce qui sépare les titres en nominatifs ou au porteur n'a aucune influence : un marché peut être créé indifféremment avec les titres de l'une ou de l'autre catégorie.

La loi du 31 mai 1916 n'eut pas d'effet rétroactif et c'est avec une grande netteté que M. Guillaume Chastenet, interprétant la pensée du Ministre des Finances, s'est exprimé ainsi :

« En ce qui concerne les opérations énumérées par le projet de loi, M. le Ministre a déclaré à la Commission des Finances, comme il l'avait déclaré à la Chambre, que toutes les valeurs existantes et faisant actuellement l'objet de négociations, toutes les valeurs déjà émises et introduites pourraient continuer, comme par le passé, à être exposées, mises

en vente ou négociées en bourse ou en banque. L'interdiction ne s'applique qu'aux émissions ou introductions nouvelles. Elle ne peut avoir d'effet rétroactif », autrement les opérations de la Bourse seraient impossibles.

En outre, M. Guillaume Chastenet a apporté une précision de plus en ce qui concerne les titres étrangers négociés dans leurs pays respectifs :

« Il peut y avoir des valeurs depuis longtemps créées et négociées sur les marchés étrangers. Ces valeurs-là pourront-elles être introduites en France ?

« M. le Ministre (à la Commission sénatoriale des Finances) a répondu catégoriquement et avec raison : « Non, on ne pourra pas les introduire sur le marché français. Il y a pour cela une raison qui s'impose : la défense du change national. »

La loi du 31 mai 1916, en son article 2, prévoit des sanctions correctionnelles. La peine n'est encourue que si la mauvaise foi est démontrée; la violation matérielle de la loi n'entraîne pas automatiquement l'application de la peine, il faut encore l'intention frauduleuse.

En outre, les personnes punissables sont les représentants des sociétés, seuls susceptibles de sanctions pénales (1).

En résumé, la loi du 31 mai 1916 essaie d'apporter un frein à l'émission et à l'admission à la cote de valeurs françaises ou étrangères susceptibles de drainer vers des entreprises privées une partie de l'épargne française, au détriment des besoins du Trésor public chargé de financer les dépenses de la guerre, et enfin elle s'applique davantage au fait du placement dans le public de nouvelles valeurs, sans s'attacher à la création de sociétés nouvelles.

(1) Tchernoff, op. cit.

Dans un discours qu'il prononçait à la Chambre des Députés le 23 juillet 1919, M. Klotz, Ministre des Finances, fournissait les renseignements suivants, en ce qui concerne l'application de la loi du 31 mai 1916 :

Le Ministre des Finances n'examine pas si l'affaire est bonne ou mauvaise; il prendrait en la matière une responsabilité que le législateur n'a pas voulu lui imposer. *Il vérifie seulement si l'affaire est intéressante pour la Défense Nationale pendant la guerre et, depuis l'armistice, pour la reprise de la vie économique du pays.*

La statistique des émissions autorisées et des refus d'autorisation est la suivante :

Années	Emissions autorisées	Refus d'autorisations
1916	138	25
1917	216	51
1918	335	67
1919 (1 ^{er} Sem ^e)	281	31

D'autre part, les autorisations accordées représentaient les capitaux suivants :

Années	Montant
1916	391 millions de francs
1917	975 »
1918	2.027 »
1919 (1 ^{er} Sem ^e)	1.530 »

La restriction apportée dans le droit d'émission des valeurs mobilières par la loi du 31 mai 1916 fut levée par l'article 32 de la loi du 31 décembre 1920, dû à l'initiative parlementaire. Ce texte a rendu la liberté d'émission aux valeurs françaises, tout en continuant de soumettre les valeurs étrangères aux dispositions restrictives édictées par la loi du 31 mai 1916.

SECTION III. — L'après-Guerre

Retour, en principe, au statu quo ante bellum
pour les valeurs françaises

Maintien du régime restrictif de la loi du 31 mai 1916
pour les valeurs étrangères

Ainsi que nous l'avons vu à la section précédente, les nécessités de la guerre avaient obligé le législateur à limiter l'émission, l'exposition, la mise en vente et l'introduction sur le marché de toutes les valeurs tant françaises qu'étrangères.

Valeurs françaises. — Avec le retour à la paix, la loi du 31 mai 1916 subit une modification. L'article 32 de la loi du 31 décembre 1920 a pour but de soustraire les valeurs françaises du régime restrictif de la loi de 1916.

Marché officiel. — La Chambre syndicale recouvre la plénitude de ses attributions en ce qui concerne l'admission à la cote des valeurs françaises. Pour ces dernières, dans ces conditions, nous ne pouvons donc que nous reporter à ce que nous avons dit à la première section de ce chapitre.

Marché en coulisse. — Jusqu'aux débats de la Chambre des Députés du 18 mars 1927, l'admission d'une valeur à la cote de la Coulisse, en vue de sa négociation au comptant, était soumise à la seule autorisation du Syndicat des banquiers.

En ce qui concerne les négociations à terme, une valeur française n'est susceptible d'être admise qu'avec l'autorisation donnée par le Syndicat des Banquiers bien entendu — comme pour les valeurs négociées au comptant — et seulement après que le Gouvernement a été consulté.

Cette autorisation n'est nécessaire que depuis la réouverture du marché à terme prononcée en 1920, et n'était demandée par le Syndicat, jusqu'à ces temps derniers, qu'en vertu de la tradition ainsi établie.

Ainsi, une demande a été faite en janvier dernier, par le Syndicat de la Coulisse en vue de l'introduction à terme des « Caoutchoucs de l'Equateur ».

Le Ministre des Finances n'a pas encore donné son autorisation. Par ailleurs, nous croyons savoir que cette autorisation a été ajournée à raison des interpellations sur les scandales coloniaux.

Le droit de regard que possède ainsi le Gouvernement semble devoir être renforcé à l'avenir depuis le débat tout récent qui eut lieu à la Chambre le 18 mars 1927, au cours duquel M. Poincaré a fait connaître qu'un accord de fait entre les deux Syndicats de la Coulisse et le Gouvernement était intervenu de telle façon qu'une admission à la cote de la Coulisse ne peut être faite sans l'autorisation du Ministre des Finances.

Au reste, voici les paroles prononcées par le Président du Conseil, Ministre des Finances, à ce sujet :

M. le Président du Conseil. — Les titres dont il s'agit en ce moment (actions de l'Agricole de l'Annam) ne sont qu'à la hors cote non cotés, et, parce que j'ai pris cette précaution, dès que j'ai connu cette affaire, il a été entendu, avec le Président du Syndicat des Valeurs au comptant et avec le Président du Syndicat des Valeurs à terme, qu'ils ne seraient pas inscrits à la cote — à la cote de banque, bien entendu — sans que le ministère des finances fût consulté. (*Très bien, très bien!*)

J'ajoute que le Syndicat en a immédiatement profité pour me demander la cotation d'autres valeurs et je me suis aperçu que la responsabilité du Gouvernement, plus particulièrement celle du Ministre des Finances, serait quelquefois engagée dans des conditions assez délicates.

Car, pour me renseigner sur toutes ces affaires, je ne puis que m'adresser au Ministre des Colonies.

Or, si j'en juge par les contradictions des renseignements qui nous parviennent, par les voies les plus régulières, de nos diverses colonies, il peut arriver que le Gouvernement, malgré toute sa bonne volonté et sa loyauté, ne soit pas toujours exactement renseigné.

Les garanties seront déplacées. J'espère qu'elles seront meilleures. Je ne peux pas, moi, affirmer qu'elles seront jamais suffisantes.

Plus récemment encore, M. Poincaré déclarait au Sénat lors du vote des crédits sur l'exercice 1926, le 31 mars dernier, qu' « en ce qui concerne les valeurs coloniales, je me suis entendu avec le Président des deux Syndicats de la Bourse pour qu'aucune admission à la cote du même hors cote ne soit décidée sans que le Gouvernement ait été pressenti ».

Valeurs étrangères. — L'introduction sur le marché financier de valeurs étrangères ne subit, après la cessation des hostilités, aucune aggravation, ni aucune amélioration.

L'autorisation ministérielle reste indispensable pour l'émission, l'exposition, la mise en vente et l'introduction des valeurs mobilières étrangères sur le marché financier.

En outre, la question de l'abonnement au timbre des valeurs étrangères est l'une des conditions requises pour la négociation de ces valeurs sur le marché officiel ou sur le marché en banque.

Cette importante question n'est résolue par aucun texte, et, tout récemment, le *Journal des Finances* du 22 avril 1927 a publié un article traitant ce sujet.

Nous croyons utile d'en reproduire un extrait qui éclaire nettement cette question :

Rappelons que le régime de l'abonnement comporte l'avance par les sociétés étrangères, pour une quantité de titres déterminée présumée circuler en France du montant des impôts frappant ladite

quantité des titres. Ces impôts sont comme pour les valeurs françaises la taxe de transmission et l'impôt sur le revenu et calculés aux mêmes taux.

En principe, les sociétés étrangères, comme les sociétés françaises, récupèrent les sommes ainsi avancées sur le montant des coupons au moment du paiement de ceux-ci. En fait, cette récupération est souvent très imparfaite, soit que la quantité de titres circulant en France soit inférieure à la quantité abonnée, soit que le porteur, pour bénéficier du change, fasse encaisser ses coupons à l'étranger. Finalement, la société éprouve une perte plus ou moins sensible; jadis elle subissait cette perte assez allègrement, d'abord parce qu'elle était assez légère, à cause de la modicité relative des impôts, ensuite parce qu'elle n'hésitait pas à payer d'un inconvénient relatif le droit de pouvoir puiser dans le vaste réservoir de capitaux qu'était la France.

Mais la situation a changé complètement depuis la chute du franc; les valeurs étrangères anciennes ont repris en masses considérables le chemin de leur pays d'origine, de sorte que le nombre de titres demeurés en France est très certainement de beaucoup inférieur aux quantités abonnées; en outre, sociétés ou banques n'ont plus aucune raison de se ménager les sympathies du marché français, puisqu'elles ne peuvent songer, pour l'instant, à faire appel à son concours.

Les sociétés étrangères se désabonnent donc ou, plus exactement, ne renouvellent pas leur abonnement quand celui-ci vient à expiration.

Jusqu'à ces temps derniers, le mal tout en étant assez sérieux, demeurait cependant limité pour le porteur français, notamment en ce qui touchait la facilité de négociation des titres.

Quand il s'agissait de titres inscrits au Parquet, celui-ci les rayait bien de sa cote, conformément à l'usage; mais la Coulisse les recueillait volontiers; pour les vendre, il suffisait à leurs détenteurs de les faire timbrer, au droit fixe de 4 0/0 de leur nominal; l'impôt sur le revenu passait à 25 0/0, mais il n'y avait plus de taxe de transmission à acquitter et, dans nombre de cas, ceci compensait cela.

Mais l'Administration, malgré sa myopie, s'est enfin aperçue que la prétendue mesure coercitive qui consistait à chasser de la cote officielle les titres de sociétés coupables de s'être désabonnées laissait celles-ci parfaitement indifférentes; *on a donc prié, à son tour, la Coulisse de ne pas les accueillir. La Coulisse s'est inclinée; restait le marché libre.* Mais il n'y a plus de marché libre. Les valeurs étrangères ne sont donc plus cotées.

Seule l'Administration pouvait se figurer que cette excommunication majeure pouvait avoir quelque effet. Les Sociétés, pour les raisons exposées plus haut, ont continué de plus belle à renoncer à l'abonnement sans se soucier aucunement — on ne saurait le leur reprocher — des porteurs français qui sont, désormais, dans l'impossibilité de négocier régulièrement leurs titres, et doivent pour les vendre s'adresser à des intermédiaires plus ou moins sérieux ou faire exécuter leurs ordres sur des places étrangères, ce qui ne va pas sans complication.

Cette situation si préjudiciable aux intérêts particuliers est également très fâcheuse au point de vue général du marché. On évalue à 32 0/0 le nombre des sociétés étrangères qui, de 1920 à 1926, se sont désabonnées, or ce sont justement pour une grande part les affaires les plus sérieuses, les autres ayant, au contraire, intérêt à conserver le libre accès de nos cotes pour écouler plus facilement leur papier dans nos portefeuilles.

Si le mal n'est pas enrayé par une modification au régime de l'abonnement, on peut prévoir par conséquent le moment où le marché de Paris complètement découronné de toutes ses grandes vedettes étrangères, achèvera de perdre définitivement son rang de place internationale pour se transformer en une sorte de marché local où ne viendront échouer que les résidus indésirables des grandes places étrangères.

Ce danger de caractère général se superposant aux préjudices éprouvés par les particuliers devrait encourager le gouvernement à abandonner le système désuet de l'abonnement. Les propositions destinées à lui substituer un régime plus convenable se sont du reste multipliées pendant ces dernières années. Pourtant les Pouvoirs Publics ne marquent aucune hâte à saisir le Parlement de la question.

Serait-ce volontairement et parce l'Etat demeure persuadé que son intérêt lui commande de fermer successivement toutes les portes qui permettraient aux capitaux nationaux de prendre une autre direction que celles de ses caisses?

Devant la multiplicité des désabonnements, les Pouvoirs Publics se sont émus de la situation.

Le Gouvernement, pour empêcher la Coulisse d'accueillir les valeurs désabonnées, a étendu à ce marché l'article 4 de la loi du 29 juin 1872 ainsi rédigé :

Les actions, obligations, titres d'emprunts, quelle que soit d'ailleurs leur dénomination, des sociétés, compagnies, entreprises, corporations, villes, provinces étrangères, ainsi que tout autre établissement public étranger, sont soumis à une taxe équivalente à celle qui est établie par la présente loi sur le revenu des valeurs françaises.

Les titres étrangers ne pourront être cotés, négociés, exposés en vente ou émis en France qu'en se soumettant à l'acquittement de cette taxe, ainsi que des droits de timbre et de transmission.

Ce texte, à notre sens, ne peut s'appliquer qu'au marché officiel et c'est à tort que la Coulisse est tenue d'en faire état.

A l'heure actuelle, par conséquent, une valeur étrangère renonçant à l'abonnement, ne peut obtenir que ses titres soient négociés ni au Parquet ni à la Coulisse. C'est le cas de l'« Est Asiatique Plantage » qui, jusqu'à ces temps derniers, se négociait au comptant de la Coulisse. Cette Société n'étant plus abonnée, ses titres sont, depuis peu, traités au marché hors cote coté.

Cependant cette mesure tendant à chasser de la Coulisse les valeurs désabonnées ne vaut que pour l'avenir. Le marché en banque continue donc à négocier les valeurs — nombreuses d'ailleurs — qui, depuis longtemps, ont renoncé à l'abonnement.

Pour celles qui se désabonneront à partir de maintenant, elles ne pourront être négociées qu'au marché libre et, pour le porteur français, sans garantie ni sincérité de la part des intermédiaires qui se chargeront de l'opération.

La question de l'abonnement demande évidemment une réforme.

Nous croyons savoir qu'une commission vient d'être constituée au Ministère des Finances dans ce but.

Souhaitons que cette irritante question trouve une solution avant peu, le marché français n'ayant aucun intérêt à voir les meilleures valeurs étrangères l'abandonner successivement.

SECTION IV. — La question de l'Admission des Valeurs Coloniales

En tête de son rapport d'une si exacte pensée sur le budget du Ministère des Colonies de l'exercice 1927, M. le Sénateur Albert Lebrun, ancien Ministre des Colonies, a écrit les lignes suivantes :

« Le problème colonial est de plus en plus à l'ordre du jour. Jamais, semble-t-il, il n'a autant occupé l'opinion publique. Sous l'action d'une propagande menée avec vigueur et persévérance, il a pénétré tous les milieux...

« La section permanente du Conseil Supérieur des Colonies a réuni, en quelques pages, des observations générales qu'il n'est pas superflu d'évoquer ici :

Quelle que soit la bonne volonté des ministres, des gouverneurs ou des colons, on ne peut créer des richesses nouvelles avec rien ou presque rien.

Pour récolter, il faut semer. Pour produire, il faut des outils. *Si l'on ne décuple pas les moyens d'action aux colonies, on ne décuplera pas les exportations coloniales.*

Est-il besoin d'insister à cet égard? Le simple bon sens ne crie-t-il pas qu'il ne peut en être autrement?

S' imagine-t-on que les progrès remarquables des pays neufs : Dominions anglais, Insulinde, territoires neufs de l'Amérique du Nord et de l'Amérique du Sud ont été obtenus *sans que des capitaux publics et privés y aient été apportés à profusion!*

Si les exportations des colonies anglaises peuvent atteindre aujourd'hui 250 milliards de notre monnaie par an, alors que

l'Afrique du Nord et nos autres possessions n'atteignent pas 10 milliards, est-ce que les Anglais sont meilleurs colons que les Français? Est-ce qu'ils ont des territoires plus riches, une population indigène plus nombreuse? Nullement...

Si nous voulons marcher de pair avec les autres puissances coloniales, si nous voulons approvisionner la métropole des milliards de matières premières qu'elle achète à l'étranger et apporter aussi ces mêmes matières premières dans les pays européens auxquels elles font défaut, pour le plus grand profit de notre change, il faut se résoudre à des efforts financiers comparables à ceux des Anglo-Saxons, des Hollandais ou des Belges. Si nous écartons l'idée d'un tel effort, il est à craindre qu'il soit vain de réunir des conférences, de faire appel aux compétences, au zèle et au dévouement de tous les Français.

Et M. Lebrun commente ainsi les lignes qui précèdent :

« Le problème est ainsi bien posé. Il ne s'agit plus que de savoir si l'on aura la volonté d'en aborder la solution.

« *L'outillage des colonies se présente sous un double aspect : outillage public, outillage privé.* Le premier comprend les routes, les voies ferrées, les canaux, les ponts, les irrigations, etc. Le second vise le matériel agricole et dépenses de toute nature destinées à développer les productions de la terre, la mécanique industrielle, etc.

« Le développement de l'outillage public est le fait de la puissance publique. C'est à la colonie à y pourvoir soit sur ses fonds propres, soit sur les produits des emprunts dont le service est assuré par ses excédents budgétaires. »

En ce qui concerne l'outillage privé, M. Lebrun écrivait :

« Comment parvenir à donner à notre production coloniale un sérieux coup de fouet qui la fasse sortir des chiffres de misère où elle se traîne pour trop de matières encore et atteindre aux sommets dont s'enorgueillissent tant de colonies étrangères? »

« Il est un moyen qui s'offre tout naturellement à l'esprit et qui, il faut le dire, a fait depuis la guerre bien des progrès dans les milieux métropolitains.

« Notre pays compte des industries puissantes et pour la plupart prospères : métallurgie, filature et tissage, soierie, papeterie, alimentation, etc. Jusqu'à ce jour, elles se sont procuré, un peu au hasard, les matières dont elles avaient besoin et que ne leur fournissait pas le sol métropolitain, allant les chercher soit à l'étranger, soit dans nos colonies quand celles-ci, par des efforts individuels et locaux, étaient en état de les satisfaire.

« Pourquoi ne constitueraient-elles pas, avec les capitaux et les hommes dont elles disposent, des sortes de *sections coloniales*, non plus seulement pour étudier plus ou moins théoriquement les possibilités de développement de telle ou telle matière dans telle ou telle colonie, mais pour prendre en main ce développement là où des expériences sérieuses l'ont montré possible, pour constituer avec leurs techniciens avertis des missions qui iraient étudier sur place la production ou l'exploitation de la matière première les concernant, enfin pour rassembler les capitaux nécessaires à la mise en œuvre de telles initiatives?

« Sans doute de pareilles initiatives ne sont pas toutes assurées du succès; l'activité coloniale plus encore que celle de la métropole comporte ses risques, ses aléas, mais à défaut de l'intérêt, le devoir parle pour les entreprendre. Qui sait de quoi demain sera fait? Telle industrie qui repose sur l'importation de matières premières étrangères est-elle assurée de l'avenir et quand on voit, comme la nouvelle stupéfiante nous en a été apportée ces jours derniers, les Etats-Unis et l'Egypte limiter leurs champs de coton pour arrêter la dépréciation de la fibre, on n'est pas sans inquiétude pour l'avenir. »

Aussi bien, l'opinion du distingué rapporteur du budget des colonies au Sénat est partagée par ces milieux officiels

qui ont la responsabilité politique, comme elle l'est également par les techniciens les plus qualifiés de l'économie nationale.

D'autre part, il n'est pas inutile de remarquer que depuis l'armistice nos valeurs coloniales ont profité d'une incontestable stabilité, alors que les cours de beaucoup de valeurs étrangères baissaient d'une façon inquiétante pour les capitalistes et les épargnants.

Notre maître, M. le Professeur Germain Martin, écrivait, dès 1919, les lignes suivantes (1) :

Si après quatre ans de guerre, on recherche quels placements ont le mieux résisté au cataclysme parmi ces capitaux, placés hors de France, on constate que les sommes confiées à nos entreprises coloniales ont offert une stabilité de cours qu'ignorent les détenteurs de fonds balkaniques, russes, turcs, autrichiens, allemands et de l'Amérique du Sud.

Cette affirmation est confirmée par M. Albert Sarraut, dans le projet « portant fixation d'un programme général de mise en valeur des colonies », qu'il déposait en 1921.

Dans un discours d'une très haute tenue intellectuelle, prononcé en octobre dernier, le Ministre de l'Intérieur, M. Albert Sarraut, a exprimé le même sentiment en indiquant que le problème financier et monétaire qui se pose devant le pays ne pourrait trouver une solution efficace qu'avec le concours de toutes les ressources économiques de notre immense empire colonial.

De même, le Comité des Experts, institué par le décret du 31 mai 1926, recommandait aux Pouvoirs Publics, dans son Rapport, « de favoriser la mise en valeur des colonies susceptibles de fournir à la métropole de nombreuses matières qu'elle achète actuellement à l'étranger ».

Or comment assurer la réalisation pratique de cette una-

(1) M. Germain Martin. Le problème du crédit en France.

nimité de pensée? Nous venons de noter que M. Lebrun suggérerait la création, au sein de grandes sociétés françaises, de *sections coloniales*, qui seraient spécialement chargées de développer, dans les différentes colonies, les productions rentrant dans l'objet social des sociétés mères de la métropole.

L'autre solution consiste à créer des sociétés indépendantes pour l'exploitation directe et exclusive de nos richesses coloniales, sans les rattacher à des sociétés ayant déjà en France une activité sociale.

Mais, dans les deux cas, qu'il s'agisse de sections coloniales de sociétés existantes ou de sociétés nouvelles pleinement indépendantes, il est nécessaire de réunir des capitaux importants, d'autant plus importants que les richesses coloniales exigent, pour leur mise en œuvre, des moyens beaucoup plus considérables que ceux rendus nécessaires par l'exploitation des richesses métropolitaines. C'est assez dire que les sociétés coloniales doivent être des sociétés à gros capitaux, constituées sous la forme anonyme et donnant aux actionnaires la garantie d'un large marché financier.

Deux membres éminents du Parlement, MM. Messimy et de Monzie, ont nettement compris l'intérêt national que présente le développement de ces sociétés.

Aussi, dans une proposition de loi « ayant pour objet d'encourager les entreprises destinées à la mise en valeur de nos colonies », déposée sur le bureau du Sénat, le 17 mars 1925 (1), ils ont demandé aux Chambres d'accorder à ces sociétés ou entreprises différents avantages d'ordre fiscal.

Ces avantages étaient résumés dans un article unique ainsi conçu :

Les sociétés ou entreprises ayant directement et exclusivement

(1) Document N° 479 — Année 1925.

pour but la création d'exploitations agricoles ou industrielles extractives ou le développement des matières premières dans les colonies, dans les pays de protectorat et en Algérie, n'ayant aucun établissement dans la métropole, bénéficieront, pendant les dix premières années de leur existence, d'une réduction de 50 0/0 de l'impôt du timbre, de l'impôt cédulaire sur le revenu et de l'impôt sur le chiffre d'affaires.

Le bénéfice de la même réduction portera sur les droits de transfert, de conversion et taxe annuelle frappant les titres émis par les dites sociétés.

Le dernier paragraphe de cet article unique a pour objet de favoriser, en particulier, les porteurs de titres émis par ces sociétés. Nous estimons que l'idée est juste et nous l'approuvons, car il est essentiel que le capitaliste qui consent à prêter son argent à une entreprise lointaine soit encouragé dans une initiative absolument conforme à l'intérêt général du pays, mais qui présente des aléas infiniment plus grands que ceux attachés aux entreprises métropolitaines.

Mais un autre avantage apparaît comme essentiel pour les actionnaires encore trop peu nombreux, qui consentent à s'intéresser aux affaires coloniales : c'est de leur assurer une négociabilité de leurs titres équivalente à celle qui existe pour les sociétés exerçant sur le territoire européen de la France. Il est en effet indispensable que celui qui consent à investir ses capitaux outre-mer garde la faculté de céder, d'une manière simple et rapide, les titres représentant cet investissement. Pour que cette condition soit réalisée, il faut, d'abord, que ces titres soient inscrits à la cote de la Bourse des valeurs et ensuite que ces titres possèdent un large marché financier.

Nous sommes ainsi amenés à traiter la question de l'inscription à la cote des valeurs coloniales et à examiner le caractère de leur marché financier.

En ce qui concerne l'admission à la cote des valeurs coloniales, elle s'effectue dans les mêmes conditions que celle des autres valeurs françaises, savoir :

1° *Pour le marché au comptant*, décision de la Chambre syndicale des Agents de change ou du Syndicat des Banquiers, suivant qu'il s'agit de valeurs dont l'admission est demandée à la cote officielle ou à la cote en banque.

2° *Pour le marché à terme*, autorisation préalable du Ministre des Finances qui, lui-même, demande l'avis du Ministre des Colonies. Cette autorisation est un acte souverain du Ministre, contre lequel aucun recours n'est possible. Cet acte rentre dans la catégorie de ceux que les juristes désignent sous le nom d'*actes de Gouvernement*.

La décision est prise par le Ministre sur un rapport administratif de la Direction du Mouvement Général des Fonds.

Valeurs purement françaises ou valeurs françaises coloniales sont donc, au double point de vue de la loi et de la réglementation administrative, traitées de la même manière.

Aucune différence, d'ordre légal ou administratif, n'a jusqu'ici été faite entre elles. Ce sont d'ailleurs des valeurs émises par des sociétés qui sont françaises — le siège social est fixé en France, les administrateurs sont Français, ainsi que les capitaux.

Cependant, entre les valeurs françaises et les valeurs coloniales, une particularité dans les formalités d'admission, qui résulte des débats de la Chambre du 18 mars 1927, sépare désormais ces valeurs.

Pour les valeurs coloniales, dont la négociation au marché à terme est sollicitée, le Ministre des Finances devra être consulté et, pour être aussi exactement renseigné que possible, il demandera au Ministre des Colonies son avis.

C'est là une nouvelle nuance du contrôle des Pouvoirs Publics sur le marché financier. Ce contrôle est-il le fait du Gouvernement? Avec M. Fernand Maroni, nous ne le pensons pas. M. Maroni écrivait à ce sujet, dans la *Situation Economique et Financière*, ce qui suit :

Le Gouvernement va-t-il s'ériger en juge de la valeur des titres et autorisera-t-il seulement la publication de la cote de ceux qui lui paraîtront mériter cette faveur? Alors, on aura beau faire, toutes les réserves qu'on voudra, le public considérera que les titres cotés ont obtenu l'estampille officielle et qu'ils offrent des garanties particulières. Et quand les acheteurs éprouveront des mécomptes, c'est au Gouvernement qu'ils s'en prendront et non tout à fait sans raison. D'ailleurs, même s'il s'agit de l'entreprise la plus sérieuse, ces actions peuvent être poussées à des cours tels que l'achat à ces cours doive forcément entraîner une forte perte. Le Gouvernement devra-t-il donc aussi, après avoir autorisé la cote, empêcher que les cours montent à un niveau exagéré?

En outre, les renseignements que possédera le Gouvernement seront-ils suffisants pour lui permettre de juger saine-ment, en connaissance de cause, la valeur d'une entreprise? Dans bien des cas, l'éloignement de ces entreprises coloniales sera un obstacle insurmontable pour le Gouvernement, au moment où il aura à donner son avis.

Nous estimons donc, qu'en pareille matière, c'est trop demander au Gouvernement et lui faire prendre une pareille responsabilité n'irait pas sans de graves inconvénients.

Toutefois — et c'est la raison pour laquelle nous avons tenu à consacrer à cette question un chapitre spécial — une tentative a été faite au Parlement, lors de la discussion du dernier budget, pour assujettir les valeurs coloniales à un régime d'exception, soit au point de vue des conditions de leur admission à la cote, soit au point de vue de leur négociation sur le marché financier.

Cette tentative remonte à la discussion du budget de l'exercice 1927, en décembre 1926.

C'est à la Commission des Finances du Sénat qu'elle a eu lieu. Le Rapport général du Budget de M. Henry Chéron précise comme suit les conditions dans lesquelles elle s'est produite et le but qu'elle poursuivait :

Notre distingué collègue, M. Schrameck, a appelé l'attention de la Commission des Finances sur les opérations de certaines sociétés qui émettent des titres en vue d'exploitations industrielles ou agricoles dans les colonies et en provoquent la hausse par des moyens de publicité que ne justifie pas la situation réelle de ces entreprises. Il redoute que ce mouvement de spéculation, qui consiste, soit à enfler exagérément les actions et parts, soit à grossir d'une façon démesurée le capital primitif, avant que des résultats positifs aient été obtenus, ne détourne des placements coloniaux recommandables l'épargne française.

Pour mettre un terme à cette spéculation malsaine et éminemment dommageable — observait M. Schrameck — à la mise en valeur rationnelle et efficace de notre domaine colonial, l'honorable Sénateur des Bouches-du-Rhône demandait que les titres des affaires coloniales ne soient admises aux négociations sur le marché financier qu'après la publication des comptes du premier exercice social, afin, disait-il, que le public connaisse les premiers résultats obtenus par la société avant de s'y intéresser directement.

Voici, au surplus, d'après le texte du Rapport général, le libellé de l'article proposé par M. Schrameck que nous faisons précéder de la phrase explicative de M. Henry Chéron :

Pour empêcher des spéculations abusives, dont il nous a fourni des exemples, notre honorable collègue avait déposé, sur le bureau de la Commission, un texte ainsi conçu :

Les valeurs mobilières émises par les entreprises coloniales ne peuvent être admises aux négociations des marchés publics si ces entreprises ne justifient pas d'un exercice d'au moins un an.

Seront exemptées de cette condition, par décret du Ministre des Finances et du Ministre des Colonies, les émissions comportant, à raison de leur caractère d'intérêt public, garantie, soit de l'Etat, soit d'une colonie, soit d'une collectivité admise à assurer l'institution ou le fonctionnement d'un service public.

Après une longue et minutieuse discussion, la Commission des Finances, prenant en considération l'idée qui avait

inspiré M. Schrameck, préféra, toutefois, lui substituer un texte sensiblement différent qui assimilait les valeurs coloniales aux valeurs étrangères visées par les dispositions de la loi du 31 mai 1916. Mesure grave, mesure injuste et, au surplus, mesure dangereuse et impraticable.

Mesure grave et mesure injuste que cette assimilation pure et simple de nos affaires coloniales avec les sociétés étrangères. L'éminent Rapporteur du budget des Colonies, M. Albert Lebrun, le souligna dans une éloquente intervention.

Mesure dangereuse et impraticable puisqu'elle confiait au Ministère des Finances le soin de dire quelles étaient, parmi nos valeurs coloniales, celles qui étaient bonnes et celles qui étaient mauvaises.

Le Département de la rue de Rivoli était ainsi conduit à prendre une responsabilité infiniment lourde que la clientèle française n'aurait pas manqué de mettre en cause à sa première déception.

Cette disposition fut pourtant adoptée par la Commission des Finances dans les termes suivants qui figurent au Rapport général :

Nous avons examiné avec attention cette délicate question. Nous pensons que les préoccupations de notre honorable collègue sont pleinement justifiées et qu'au moment où nos compatriotes portent, avec tant de raison, leur attention sur notre merveilleux domaine colonial, il serait coupable de ne pas protéger, dans toute la mesure où le peuvent les Pouvoirs Publics, les capitaux qui sont orientés vers la mise en valeur de nos possessions.

Toutefois, nous avons cru devoir substituer au texte primitif de l'honorable M. Schrameck un article plus simple, qui se réfère à la loi en vigueur du 31 mai 1916 et qui remet, en somme, au Gouvernement, en matière d'émissions coloniales, les mêmes pouvoirs d'autorisation ou de veto que ceux qu'il possède à l'égard des titres des gouvernements étrangers.

Sur la proposition de l'honorable M. Milan, la Commission a

adopté une disposition additionnelle interdisant, sous peine de retrait de l'autorisation, de mentionner celle-ci, soit sur les titres à émettre, soit sur les notices, affiches, prospectus et documents destinés à faciliter l'émission autorisée.

On veut éviter ainsi que les intéressés puissent se servir d'une simple autorisation d'ordre, comme s'il s'agissait d'un patronage ou d'une garantie de l'Etat.

Le Sénat adopta, en séance publique, la proposition qui lui était faite par sa Commission des Finances, mais la Chambre des Députés, appuyée par le Gouvernement, refusa sa sanction au texte sénatorial.

C'est alors que la Commission des Finances du Sénat, évoquant à nouveau la question, se rallia à une suggestion présentée par M. François-Marsal et proposa au Sénat un nouveau texte assimilant — pour la négociation sur le marché financier — les parts de fondateur des affaires coloniales aux actions d'apport.

Voici le texte adopté par le Sénat, le 17 décembre 1926, sur la proposition de sa Commission des Finances :

Les parts de fondateurs ou parts bénéficiaires créées par des sociétés françaises ayant pour objet une exploitation agricole, commerciale ou industrielle hors du territoire métropolitain, sont soumises au régime légal des actions d'apport.

Dans l'esprit de l'auteur de ce texte, l'impossibilité légale dans laquelle se trouverait le porteur d'une part de fondateur de négocier son titre pendant deux années après l'émission devait avoir pour conséquence naturelle et nécessaire d'empêcher les excès de spéculation qui se produisent, en général, dès l'introduction des titres sur le marché.

Mais en séance publique, devant le Sénat, le Président du Conseil demanda à la Commission de bien vouloir renoncer provisoirement à présenter cet article nouveau, en lui faisant la promesse que le Gouvernement préparerait d'urgence un projet de loi de nature à lui donner pleine satisfaction.

Ce nouveau texte, élaboré de concert entre les Ministères de la Justice et du Commerce et le Comité de législation commerciale siégeant auprès de ce dernier Département, a été introduit dans le projet de crédits de l'exercice 1926 et adopté le 31 mars dernier. Il présente d'ailleurs un caractère différent du texte de M. François-Marsal, et tend purement et simplement à assimiler, au point de vue de la négociation, sur le marché financier, les parts de fondateur *de toutes les sociétés*, et non pas seulement des sociétés coloniales, aux actions d'apport.

Dans les commentaires qui précèdent le texte de cet article, M. le Rapporteur général Henry Chéron explique de la manière suivante l'opportunité d'une telle mesure :

« Il semble bien que la solution du problème doive consister à faire consacrer par la loi la non-négociabilité des parts de fondateur pendant deux ans, à partir de la constitution de toute société par actions, que l'exploitation ait lieu sur le territoire métropolitain, dans une colonie française ou dans un pays étranger. »

Cet article est ainsi conçu :

L'article 3 de la loi du 24 juillet 1867, modifié par l'article 2 de la loi du 1^{er} août 1893, est complété ainsi qu'il suit :

Les dispositions des alinéas 3 et 4 du présent article, relatives au délai pendant lequel les actions d'apport ne sont pas négociables, s'appliquent aux parts de fondateurs ou parts bénéficiaires qui seront créées après la promulgation de la présente loi.

La présente disposition est applicable à l'Algérie et aux colonies.

Avec beaucoup de précision et de justesse, M. Henry Chéron dit aussi :

« D'abord, on évite ainsi de soumettre les sociétés ayant leur exploitation dans les colonies à un régime spécial qui ne pourrait qu'attirer sur elles la défaveur. Au cours des débats

du Sénat, il a été rappelé, à juste titre, qu'il doit y avoir une même législation pour les valeurs françaises et les valeurs coloniales sans distinction. »

C'est dans ces conditions que les initiatives tendant à soumettre les valeurs coloniales à un régime d'exception, ont échoué. Pour notre part, nous nous en félicitons, aussi bien au point de vue des principes de l'Ecole libérale dont nous nous réclamons, qu'à celui de l'intérêt permanent du pays qui exige que toutes nos ressources coloniales soient intelligemment et rapidement mises en œuvre si nous voulons résoudre définitivement, dans tous les domaines, le problème posé par le déséquilibre économique et financier causé par la guerre.

Au reste, l'opinion publique s'était révélée nettement hostile à cette réglementation spéciale du marché financier des valeurs coloniales.

Nous tenons à citer, en terminant, à titre documentaire, un article très caractéristique de l'opinion moyenne des milieux financiers sur cette délicate question. Il a paru dans le *Capital* du 18 décembre 1926 :

Il faut féliciter la Commission des Finances de la Chambre d'avoir disjoint hier l'article voté par le Sénat, au cours de la discussion de la loi des Finances, et dont le texte était le suivant :

Les parts de fondateur ou parts bénéficiaires créées par des Sociétés françaises ayant pour objet une exploitation agricole, commerciale ou industrielles hors du territoire métropolitain, sont soumises au régime légal des actions d'apport.

On sait d'où provenait cette tentative de réforme; elle constituait l'aboutissement de la discussion dont nous avons, ici même, suivi l'évolution au Sénat et dans laquelle avaient été **successivement** envisagés soit un délai avant l'admission des valeurs coloniales au marché, soit, à leur égard, la mise en vigueur des dispositions restrictives de la loi du 31 mai 1916.

On peut espérer que le Sénat n'insistera pas pour le maintien

d'une mesure qui semble avoir été trop hâtivement conçue, étant donné les modifications profondes qu'elle apportait à l'état de choses actuel, et qui avait ce double effet, d'abord d'ouvrir une brèche dans le statut normal des parts de fondateur, ensuite de placer les valeurs coloniales sous un régime d'exception.

Ce n'est pas la première fois qu'est posée la question de savoir s'il convient d'étendre à la part de fondateur l'interdiction de négociation pendant deux ans édictée à l'égard de l'action d'apport par l'article 2 de la loi du 1^{er} août 1893. Le Tribunal de la Seine et la Cour de Paris se sont prononcés sans restriction en faveur de la négociabilité immédiate, de même que tous les auteurs qui ont étudié le point de vue juridique de la question.

La dérogation au droit commun, en ce qui concerne les actions d'apport, n'avait sa raison d'être que parce qu'il s'agissait de titres représentatifs du capital social au même rang que les actions de numéraire. L'apporteur doit la garantie de l'actif qu'il apporte, puisque cet actif a été chiffré. La part, au contraire, ne fait pas partie du fonds social; elle ne représente qu'un droit éventuel aux bénéfices et il avait paru, jusqu'ici, que sa négociation pouvait n'être entourée que de précautions moins minutieuses.

On a, il est vrai, objecté que la part bénéficiaire a bien souvent fourni à la spéculation le moyen de tourner la loi de 1893. Si l'on veut parer à ce danger, ce n'est pas, croyons-nous, la négociation du titre qu'il faut réglementer, mais plutôt ses conditions d'émission; il faudrait surtout le maintenir dans sa véritable fonction qui est de rémunérer, sur les bénéfices, les services rendus pour la mise au point d'une affaire, services qui ne devraient, en aucun cas, être confondus avec un apport en nature constituant une portion de l'actif.

Mais la question, aujourd'hui, n'est pas là. Ce qu'il faut regretter, c'est que l'on ait voulu frapper d'ostracisme les entreprises qui tendent à l'expansion de l'activité nationale en dehors de la métropole. Nous aurions mieux compris qu'on recherchât, en leur faveur, des facilités particulières. Ce n'est pas en jetant la suspicion sur les valeurs coloniales qu'on engagera dans cette voie les capitaux pourtant indispensables à l'œuvre la plus utile que le pays puisse actuellement entreprendre.

En résumé, nous ne prétendons pas qu'il n'y ait pas à établir, dans la suite, une législation des parts bénéficiaires; mais cette question vient mal dans la discussion d'un budget que les nécessités du moment rendent particulièrement hâtive. *Enfin, et surtout, la question est mal posée lorsqu'on lui donne pour base les valeurs qu'il importerait le plus de protéger en ce moment.*

M. Octave Homberg, dans le rapport de la Société financière française et coloniale, publié par l'Agence Economique et Financière du 23 mars 1927, exprime la même idée :

Il ne faudrait pas beaucoup d'injustices criantes de ce genre pour décourager à bon droit ceux qui, comme nous avons conscience de le faire, défendent avant leurs intérêts propres les capitaux qui leur sont confiés et qui travaillent à cette mise en valeur des colonies, que tout le monde réclame, non dans le seul souci du gain, mais aussi et surtout dans l'intérêt national.

Notre thèse était écrite lorsqu'a paru, dans le *Supplément économique du Capital* du 8 avril 1927, sous la signature de M. le Sénateur François-Marsal, ancien Président du Conseil, ancien Ministre des Finances, un article dont les conclusions confirment pleinement les idées que nous avons émises.

Voici, à titre documentaire, le texte de cet article :

Le « contrôle des valeurs coloniales » est de nouveau à l'ordre du jour.

Il en fut question au cours de la discussion du budget de 1927, d'abord à la Commission des Finances du Sénat, puis en séance publique, ensuite à la Chambre et, de nouveau, au Sénat, où, sur la promesse du Gouvernement d'apporter un projet spécial, la Commission abandonna les dispositions qu'elle avait voulu introduire dans la loi de Finances.

Abandonnée depuis lors, cette question est revenue sur le tapis, ces jours derniers, au Parlement, où le Gouvernement a déclaré qu'il entendait se réserver l'admission à la cote et au marché hors cote des valeurs coloniales.

A vrai dire, il s'agit d'un mot que d'aucuns estiment rassu-

rant, d'une mesure sans application efficace et il ne peut en être autrement.

En quoi consiste, en effet, le contrôle, si ce n'est à prémunir les acheteurs de valeurs coloniales contre les pertes que ces valeurs peuvent subir, dans un délai plus ou moins long, sur le marché financier, contre la baisse plus ou moins brutale des titres qu'ils ont acquis, notons-le bien, avec l'espoir très ferme de les voir monter le plus haut et le plus rapidement possible, de faire, en un mot, une fructueuse opération.

Le contrôle demandé devrait donc avoir pour résultat l'admission, sur le marché, des seules valeurs qui seraient garanties contre une dépréciation toujours possible.

Lorsqu'un commissaire-priseur met en vente un objet d'art, il ne vient pas à l'idée de l'acquéreur de lui demander qu'il veuille bien garantir que l'objet en question, loin de perdre une partie de sa valeur, aura, dans l'avenir, une plus-value assurée, qu'en le revendant quelques semaines, peut-être même quelques jours plus tard, il réalisera un bénéfice certain.

Comment peut-on exiger cette garantie de l'agent de change qui est à la Bourse ce qu'est le commissaire-priseur à la salle des ventes?

Mais, dira-t-on, ces valeurs coloniales seront contrôlées avant d'être admises sur le marché.

Et qui exercera le contrôle, l'Etat?...

L'Etat, c'est-à-dire le Ministre des Finances?...

En supposant que notre grand argentier soit toujours l'homme de France, en même temps que le plus intègre, le plus averti des choses de la Finance, comment pourra-t-il, en connaissance de cause, admettre certaines valeurs à la cote et refuser pour d'autres l'admission sollicitée?

Certes, il ne manquera pas de se renseigner sur la valeur des exploitations coloniales qui émettront des titres. Il a, sur place, des fonctionnaires qui feront faire des enquêtes : le gouverneur demandera des rapports sur les valeurs à émettre. Il les demandera à des subalternes sans compétence spéciale, comme lui-même d'ailleurs.

Obligés de constituer un dossier, ces subalternes iront sur place, verront, interrogeront.

Qui verront-ils, qui interrogeront-ils? Les intéressés eux-mêmes, infailliblement. Dès lors, le rapport ne saurait être défavorable, ni l'autorisation refusée.

Et si un effondrement de la valeur admise sur le marché se produit, on s'en prendra au Ministre.

Ce contrôle qu'on entend lui confier est un bien dangereux cadeau.

Suivant son caractère, le Ministre sera porté à autoriser ou à refuser l'admission de telle ou telle valeur coloniale. S'il est, par hypothèse, timoré, il hésitera à accorder les autorisations, au risque de paralyser, d'annihiler les plus louables efforts qui auraient pu donner, dans l'avenir, de magnifiques résultats. S'il est audacieux, voire téméraire, il pourra, en toute bonne foi, admettre des valeurs sur lesquelles il sera peut-être mal renseigné et qui s'avéreront déplorables par la suite. Par l'octroi trop facile de l'estampille officielle, il aura, dans ce cas, accru la confiance des acheteurs dans des valeurs sans avenir. On l'accusera vite d'avoir compromis l'épargne publique.

Car c'est le prétexte invoqué pour justifier ce prétendu contrôle; la protection de l'épargne, de la petite épargne.

Mais en quoi ces valeurs nouvelles, lointaines, peuvent-elles bien intéresser la petite épargne?

L'épargnant, le petit épargnant, est, par définition, celui qui peut, en économisant sur son salaire, sur ses modestes revenus, prélever des sommes variables, jamais importantes, pour lesquelles il cherche un placement qui lui donne, avec de médiocres intérêts, la tranquille assurance que son petit capital restera intact.

Ces valeurs de tout repos sont nombreuses, les petits épargnants, les petits rentiers et retraités les connaissent bien.

Elles peuvent parfois, par suite de catastrophe, subir certaines fluctuations, mais leur valeur intrinsèque ne varie guère, elles sont intimement liées au capital national lui-même et suivent le sort qui lui est fait.

Mais, si la petite épargne se lance dans l'achat de valeurs incon-

nues, si elle abandonne la tranquillité des placements sûrs pour l'espoir de gains plus élevés mais terriblement aléatoires, si elle cherche moins le *placement*, c'est à-dire le revenu normal et régulier, que le *jeu*, pourquoi veut-elle qu'on la protège?

En jouant sur les chances de plus-values de titres qui lui sont totalement inconnus, la petite épargne accepte à l'avance tous les risques de pertes.

D'autre part, peut-on, sous prétexte de protéger l'épargne, en refusant l'accès du marché à certaines valeurs, empêcher un mécène de s'intéresser à telle invention, culture ou industrie, qui lui paraît devoir être encouragée? S'il plaît à quelqu'un de consacrer telle ou telle somme dont la perte, même totale, ne saurait l'affecter beaucoup, à l'achat d'une valeur émise par un groupe, hardi, peut-être, mais dont les projets lui paraissent intéressants, susceptibles d'être encouragés et suivis, comment, sans porter visiblement atteinte à la liberté, pourrait-on l'en empêcher?

L'estampille officielle des valeurs coloniales ou autres est au résumé mesure inopérante. Elle ne saurait garantir ni la sécurité, ni la plus-value des titres achetés; par contre, elle peut créer des illusions dangereuses et restreindre les initiatives dont nous avons tant besoin pour notre redressement financier et pour la mise en valeur de notre domaine colonial.

CONCLUSIONS

Arrivés au terme de cette modeste étude, dont nous ne nous dissimulerons ni les faiblesses, ni les lacunes, mais que nous avons eu le constant souci de poursuivre — conformément à la tradition qui est l'honneur de la Faculté — dans un esprit d'analyse objective, en dehors et très loin de la bataille des intérêts privés, qui déforme trop souvent les questions les plus simples en rendant difficiles les solutions nécessaires dont l'initiative appartient aux Pouvoirs Publics, nous devons exposer les conclusions qui nous semblent le mieux répondre à la fois aux intérêts particuliers et à l'intérêt collectif du pays.

Le marché financier d'une grande nation moderne intéresse, au premier chef, la vie économique, et, par répercussion, la vie sociale et la vie politique de cette nation. C'est assez dire que le contrôle des Pouvoirs Publics, sur le marché financier, se justifie, à priori, par une nécessité d'ordre national. Mais l'étendue et les modalités de ce contrôle font naître, au contraire, une série de problèmes dont la solution apparaît assez malaisée, si l'on en juge, d'une part, par les récriminations de ceux dont la liberté d'action est fort gênée par ce contrôle et, d'autre part, par l'émoi d'une opinion publique, étonnée, semble-t-il, d'avoir à constater périodiquement que la surveillance et le contrôle exercés sur le marché financier sont impuissants pour assurer à l'épargne une suffisante protection.

Nous avons étudié l'étendue et les modalités de ce contrôle. Nous en avons analysé le mécanisme et indiqué les

moyens d'action. Nous avons pu, et nous pouvons, chaque jour, en mesurer exactement le degré d'efficacité.

Pour apprécier, avec une rigoureuse objectivité les résultats obtenus, il suffit de mettre en parallèle avec ceux-ci les moyens et les efforts de contrôle mis en œuvre.

Essayons d'abord d'apprécier les moyens et les efforts de contrôle, aussi bien au point de vue *qualitatif* que *quantitatif*.

Le contrôle de l'Etat ne s'exerce en somme, légalement, sur les valeurs négociées au marché financier de Paris, que par un droit d'examen et de décision — souverain et sans aucun recours — sur les demandes d'admission à la cote des valeurs étrangères. Il est possible que, pour les valeurs françaises, à en juger du moins par les récents débats de la Chambre des Députés, la Compagnie des Agents de change et le Syndicat des Banquiers en valeurs accordent au Gouvernement, dans certains cas, sous leur propre responsabilité et sans se dessaisir en aucune manière de leurs prérogatives établies, un droit de regard qui ne sera guère que celui d'être consulté et d'émettre un avis.

Sur ce premier point, nous ne pensons pas qu'il soit utile d'élargir les pouvoirs du Gouvernement. Outre qu'il n'est pas désirable de réduire les initiatives et les responsabilités d'organismes compétents et qualifiés comme ceux qui président aux destinées du Parquet et de la Coullisse, nous ne croyons pas que les Pouvoirs Publics puissent se flatter et nous flatter de l'espoir de commettre moins d'erreurs, dans l'étude de la valeur d'une société, que des hommes d'affaires rompus à ces questions, et dont les décisions engagent la responsabilité et le prestige.

Ne suffit-il pas, pour conclure, comme nous le faisons sur ce point, d'évoquer l'une des dernières initiatives du Département des Finances, en ce qui concerne les valeurs étrangères. L'affaire de la *Snia Viscosa* — que nous avons indiquée précédemment — a coûté, *sans bruit*, à l'épargne

nationale, un nombre de millions infiniment plus élevé que n'importe quelles affaires françaises, même coloniales, autour desquelles on ne sait quel esprit de dénigrement s'attache à créer une atmosphère de défiance et de scandales. Et pourtant, la *Snia Viscosa* n'a été introduite sur le marché de Paris, à la cote officielle, que sur la seule autorisation du Ministre des Finances d'alors, seul juge de la demande qui lui était adressée par des groupements italiens, en juin 1926.

Errare humanum est.

Au fond, la véritable raison pour laquelle il sied de laisser au Gouvernement le droit de statuer sur l'admission à la cote des valeurs étrangères est bien plus d'ordre diplomatique que financier.

Exprimons donc le souhait que l'onéreuse admission au marché de Paris de la *Snia Viscosa* ait été commandée par une nécessité de la diplomatie franco-italienne, qui échappe, dans ces conditions, à l'appréciation de ceux qui se contentent de favoriser le développement de l'économie du pays et d'assurer la sauvegarde de son épargne.

Le Gouvernement intervient aussi par l'organisation administrative du marché de Paris, notamment par la présence à la Bourse d'un Commissaire spécial chargé d'assurer l'observation des règlements que le Gouvernement peut édicter en vertu de ses pouvoirs généraux de police.

Pouvoirs généraux de police et pouvoir spécial d'admission à la cote des valeurs étrangères et françaises dans une certaine mesure, voilà les deux modalités principales du contrôle des Pouvoirs Publics sur le marché financier. Il s'agit là, à proprement parler, du contrôle préventif du gouvernement. A ce contrôle s'ajoute, au Parquet de la Seine, une *Section financière* qui est spécialement chargée de poursuivre la répression des délits qui pourraient être commis en violation des lois et des règlements sur le régime des sociétés et sur le fonctionnement du marché.

Ces pouvoirs nous apparaissent suffisamment étendus et nous ne croyons pas qu'il y ait lieu de les augmenter davantage, sauf à en préciser la nature et la portée sur des points particuliers.

Quels sont maintenant les résultats que ces moyens de contrôle ont permis d'obtenir au double point de vue qui nous intéresse ici :

a) Développement de l'économie du pays,

b) Protection de l'épargne nationale.

a) Nous estimons que ces pouvoirs de contrôle, tels qu'ils existent, peuvent être maintenus sans danger pour le *développement de l'économie du pays*, et nous souscririons même, pour notre part, à l'adoption d'un texte de loi qui empêcherait la négociation sur le marché, des parts de fondateurs pendant un certain temps après la constitution légale des sociétés, en assimilant les parts de fondateur de toutes les sociétés (et non pas seulement celles des affaires coloniales), aux actions d'apport (non-négociabilité pendant deux années).

Mais nous voudrions, par-dessus tout, que le marché financier de Paris soit mis à même de reconquérir la première place qu'il occupait, avant la guerre, en tête des marchés financiers du monde, aussi bien au point de vue du volume des échanges, qu'à celui du montant des transactions et à leur qualité. Nous sommes persuadés que le marché de Paris peut prétendre à jouer, de nouveau, en ménageant les transitions nécessaires, le rôle de centre et d'arbitre économique des forces de production du monde.

Nous ne méconnaissons pas que, pour ressaisir cette suprématie qui lui a échappé depuis la guerre, certaines conditions qui manquent aujourd'hui, devraient être réalisées : stabilisation *légale* de la monnaie, pleine liberté de circulation des capitaux, attraction monétaire par une politique systématique et suivie d'abaissement du loyer de l'argent. Ce sont

là quelques-uns des facteurs d'ordre matériel dont l'existence est, certes, indispensable au rétablissement d'un grand marché financier.

Toutefois, ces facteurs d'ordre matériel ne serviraient pas à grand'chose s'ils n'étaient pas complétés par un facteur d'ordre moral qui fait aujourd'hui cruellement défaut à la Bourse de Paris. Nous voulons parler de la confiance et de l'encouragement des Pouvoirs Publics au développement d'un marché dont la fonction normale consiste à stimuler les forces de production par le mouvement des échanges et l'activité des affaires.

Parlons net. Depuis les spéculations abusives de l'été dernier — dont le franc a failli être victime, mais dont la politique était la cause — le marché de Paris est tenu en suspicion. La défiance morale que lui témoignent les Pouvoirs Publics le paralyse et l'anémie. Ceux-ci semblent vouloir le punir des excès dont il a été le théâtre. Ils le laissent s'affaiblir progressivement en écartant de lui — trop souvent par des nouvelles tendancieuses — une clientèle encore hésitante après les pertes qu'elle a subies de juillet à décembre 1926, au grand profit de puissants syndicats étrangers. Et certains hommes politiques de se réjouir de ce marasme du marché financier que, dans l'ignorance trop piquante où ils se trouvent des questions économiques, ils sont tentés d'assimiler à une salle de jeu...

Nous avons étudié dans notre exposé historique, les réactions des assemblées politiques de la Révolution en face des « gens de finance ». Le vieux préjugé petit-bourgeois — après un siècle de civilisation matérielle au cours duquel l'économie des peuples s'est développée à pas de géant — n'a pas désarmé. « La Bourse est une salle de jeu. »

Il nous arrive fréquemment d'entendre une telle affirmation dans la bouche de personnes dont le mandat qu'ils

exercent ou la situation qu'ils occupent permettraient d'espérer une plus grande connaissance et une plus saine appréciation des réalités et des exigences de la vie économique dans un pays que la guerre a saigné des trois quarts de sa richesse, mais dont la prodigieuse vitalité refuse d'envisager seulement l'impossibilité de revenir à la prospérité d'avant-guerre !

Que les Pouvoirs Publics s'imprègnent de cette idée simple que le marché financier de la capitale d'un grand pays reflète toujours l'état de prospérité de ses affaires et qu'à vouloir le brider, le brimer, le retenir dans son élan naturel, on risque de porter atteinte aux forces de travail et de richesse qui ne demandent qu'à relever le niveau économique par leur effort obstiné de production.

L'esprit de spéculation — dans le sens élevé du mot — est synonyme d'esprit d'entreprise et de réalisation. On ne peut pas prétendre porter atteinte à celui-là sans empêcher l'expression de celui-ci. Nous avons perdu 1.500 mille des nôtres, nous avons définitivement à supporter des charges financières qui sont injustement mais infiniment lourdes. Comment pourrions-nous y faire face sans le concours actif et encouragé de toutes les énergies, de toutes les initiatives, de toutes les audaces de l'intelligence et de la volonté !

Nous avons d'instinct l'horreur des médiocrités, de toutes les médiocrités, qu'elles soient celles du cœur ou de l'esprit ! Que ceux qui sont incapables, dans l'ordre économique et financier, d'une idée générale et d'une saine compréhension des intérêts du pays, laissent les autres y travailler.

Quant à nous, nous sommes convaincus que la résurrection économique et financière de la France marchera de pair avec le rétablissement progressif de la prospérité du marché financier de sa capitale, au degré même que les pays étrangers se plaisaient à reconnaître, avant la guerre.

b) Protection de l'épargne nationale. — L'épargne natio-

nale est-elle protégée par les moyens de contrôle actuel des Pouvoirs Publics?

Nous n'hésitons pas à répondre que la protection de l'épargne n'est pas, dans notre esprit, une question de réglementation, mais bien plus une question d'éducation individuelle.

Au reste, la « protection de l'épargne nationale » ne peut signifier qu'une chose : orienter cette épargne vers des placements aussi rémunérateurs que le permet l'état du marché, à une époque donnée, sans lui faire courir des chances appréciables de moins-value.

Or, la situation d'instabilité monétaire dans laquelle nous nous trouvons depuis la guerre ne permet guère à l'Etat de jouer un rôle utile à cet égard, puisque ce sont, précisément, les valeurs émises ou garanties par lui qui ont infligé à l'épargne les pertes les plus sévères. C'est, d'ailleurs, à ce fait qu'il faut rattacher le développement de l'esprit de spéculation dans des classes sociales et chez des catégories de travailleurs qui n'y avaient jamais recours avant la guerre. Victimes de la baisse continue des valeurs dites de « pères de famille », ils se sont jetés en plein inconnu et sont devenus des proies faciles pour les aigrefins.

Le *Journal des Finances* vient d'écrire sur ce sujet, dans son numéro du 25 mars 1927, une étude d'une pensée très correcte que nous tenons, à titre documentaire, à reproduire textuellement :

Au cours de la discussion qui suivra, le 8 avril, à la Chambre, l'interpellation de M. Chastanet, député de l'Isère, sur « les mesures que compte prendre le Gouvernement pour protéger l'épargne publique », M. Poincaré doit faire connaître les dispositions qu'étudieraient actuellement dans ce sens, les services du ministère des Finances.

Or, comme il n'est pas dans les habitudes du Président du Conseil de parler à l'avance de ses intentions, on ignore encore si ces

dispositions feront partie d'un plan d'ensemble, ou si elles se borneront à la réalisation de divers projets fragmentaires dont il a été question pendant ces derniers temps.

Il est infiniment probable que cette seconde hypothèse est la plus vraisemblable. La mise au point d'un plan d'ensemble comporterait inévitablement de longs délais, elle supposerait la refonte de la loi de 1867 sur les sociétés, la réorganisation des marchés des valeurs et l'institution d'un statut particulier, fort délicat à établir, de toutes les professions qui touchent de près ou de loin au commerce de l'argent et à celui des valeurs mobilières.

Les dispositions envisagées ne concerneront donc, vraisemblablement, que des cas spéciaux; leurs liens entre elles sera forcément très lâche, si même il en existe un. Il n'est pas certain qu'un tel système de travail conduise aux résultats espérés; appliqué dans d'autres domaines — et même déjà dans celui de la finance — il n'a abouti qu'à « codifier » les abus sans les restreindre, à compliquer l'existence des sociétés et à gêner les initiatives.

L'Épargne est, du reste, la première à s'étonner du zèle des défenseurs qui depuis quinze jours se précipitent en masse pour lui imposer des secours qu'elle ne réclamait pas; elle s'explique mal cette impatience d'une armée de pompiers à forcer ses portes sous le prétexte d'un feu de cheminée, exagérément grossi et d'ailleurs à peu près éteint aujourd'hui; il n'est pas interdit de penser même qu'elle éprouve quelque inquiétude à considérer ses sauveteurs bénévoles; déjà elle les a rencontrés en plusieurs circonstances et elle ne peut oublier que les résultats de ces rencontres a été l'amenuisement — en douze années — de 90 à 60 0/0 de l'intérêt net de ses meilleures obligations et l'élévation à des taux compris entre 50 et 100 0/0 de la part qu'elle verse au fisc du dividende de ses valeurs industrielles favorites...

Enfin l'Épargne peut trouver que le réseau de défenses dont on parle de l'entourer traduit de la part de leurs inventeurs une opinion peu flatteuse de son intelligence; voudrait-on par hasard l'interner pour faiblesse d'esprit? L'amour de certains tuteurs pour leurs pupilles peut conduire à ce genre excessif de protection, surtout quand le pupille est riche et le tuteur à court d'argent. C'est une inquiétude que le capitaliste est excusable de ressentir. Depuis

la guerre, sous la pression des circonstances, il s'est instruit. Quand il court une aventure, il sait qu'il la court et s'est presque toujours délibérément qu'il accompagne les aventuriers qui l'ont séduit par de brillantes promesses, bien plus qu'il ne se laisse entraîner par eux. C'est évidemment une joute au plus fin dans laquelle il n'a pas toujours le dessus, mais dont il se tire quelquefois aussi avec avantage. En tous cas ce qu'il fait, il le fait en connaissance de cause, de sorte qu'il ne comprend pas très bien pourquoi on veut l'empêcher désormais, pour son salut, d'agir à sa guise.

Comme nous l'avons dit, les projets définitifs du Gouvernement relatifs à la « protection » de l'épargne ne sont pas encore connus, on croit savoir seulement qu'ils porteront notamment, sur la réglementation du marché hors cote; c'est peu et l'on doit supposer qu'ils ne se borneront pas à cela. On dit aussi que les suggestions de certains parlementaires relatives à l'exercice de la profession de banquier pourraient être retenues; c'est encore bien insuffisant.

D'autre part, le Ministre des Finances aurait déjà saisi le ministère de la Justice du projet qu'il aurait établi concernant les parts de fondateur; enfin, le Sénat est dès maintenant en possession du projet de loi portant réglementation des actions à vote plural. Exposons sommairement ces différents projets.

Réglementation du marché hors cote.

(Voir page 77, passage sur le marché hors cote.)

Le régime des parts de fondateur.

La part de fondateur est dans son essence le régime parfait de rémunération des apports; elle ne grève pas le capital initial, elle associe en principe le fondateur aux destinées de l'entreprise. On reproche aux parts de fondateur d'être immédiatement négociables, à la différence des actions d'apport qui ne le sont qu'au bout de deux années, de telle sorte que leurs bénéficiaires peuvent s'en défaire immédiatement et souvent — prétend-on — à des prix très exagérés. Pour mettre fin à cet abus, on proposerait d'assimiler, au point de vue du délai de négociation, les parts de fondateurs aux actions d'apport.

Régime des actions à vote plural. — Le projet de loi déposé au

Sénat, concernant les actions à droit de vote privilégié, prévoit, en substance que : 1° les actions à vote plural sont obligatoirement nominatives; 2° que leur existence devra être mentionnée dans tous les actes relatifs à la vie sociale et aussi à la cote du marché officiel et dans toutes les publications de cours; 3° qu'à valeur nominale égale, le droit de vote de chaque action à vote plural ne pourra être supérieur à cinq fois le nombre de voix attribué à chaque action ordinaire. Les Sociétés qui ont déjà créé des actions à vote plural devront se conformer à ces dispositions.

Exercice de la profession de banquier. — On ne sait rien des intentions du gouvernement à ce sujet. Tout se résume à un projet de loi de M. Antériou, ayant pour base l'incapacité des étrangers n'ayant pas cinq ans de résidence en France ou de toute personne ayant des antécédents judiciaires.

Nous n'avons, au cours de ce bref exposé, retenu aucune des objections que pouvait comporter chacun des projets, ils en ont pourtant soulevé de nombreuses. Quelques-unes peuvent paraître justifiées, d'autres moins.

Pour notre part, nous sommes persuadés que, de façon générale, toute contrainte entraîne immédiatement ou à terme des inconvénients égaux aux abus qu'elle a voulu combattre. La « semi-officialisation » du marché hors cote paraît devoir être une erreur. La clientèle se croira pourvue de garanties nouvelles qui, en réalité, n'existeront pas plus qu'avant, mais dont on ne manquera pas, le cas échéant, d'exagérer à ses yeux l'importance. Le hors cote ne doit être considéré que comme une antichambre et c'est affaire de réglementation intérieure d'y mettre un peu d'ordre. Beaucoup a déjà été fait à cet égard; si les restrictions deviennent excessives un nouveau marché libre se créera à côté de l'ancien pour la confusion du public qui se noiera dans le réseau inextricable de la cote du Parquet, de la cote de la Coullisse, du relevé des cours extrêmes, du hors cote approuvé et du hors cote non approuvé...

L'assimilation des parts de fondateur aux actions d'apport quant au délai de négociation a des partisans, si la mesure est appliquée on le regrettera et le public tout le premier qui a beaucoup plus gagné sur ces titres qu'il n'a perdu. On affirme que les parts de fondateurs de sociétés nouvelles ont été négociées à des

cours excessifs et plus excessifs, proportionnellement, que ceux auxquels se traitent les actions des mêmes sociétés. C'est à l'acheteur d'apprécier, ou alors il faut admettre — c'est à peine un paradoxe — que les actions de numéraires elles-mêmes ne pourront devenir cessibles par leurs souscripteurs originaires qu'au bout d'un temps déterminé. On voit tout de suite où l'on parvient lorsqu'on s'engage dans cette voie...

De la réglementation des actions à vote plural nous ne dirons que peu de choses; elle répond partiellement aux critiques que nous avons formulées dans ce journal à l'égard de la désinvolture de trop de Conseils d'administration. Quant à la réglementation de la profession de banquier, c'est une autre histoire; d'abord il faudra fixer où commence et où finit ce que l'on veut entendre par banquiers; ensuite il faudra, sous peine de violentes représailles, ne pas méconter certaines banques et certains banquiers étrangers.

Si tels sont les projets du Gouvernement, on ne voit pas en quoi l'Epargne, pour autant qu'elle en ait besoin et qu'elle le sollicite, sera mieux protégée demain qu'aujourd'hui. Au vrai, ce n'est pas de la défendre qu'on devrait se préoccuper, c'est uniquement d'améliorer ses moyens propres de défense. Ce n'est pas tellement difficile, et c'est pourtant ce à quoi l'on semble ne pas vouloir songer; il suffirait d'obliger émetteurs ou sociétés à fournir des renseignements effectifs, des moyens d'appréciations utiles. Le Bulletin des Annonces Légales a été dans ce sens une ébauche que l'on n'a pas su ou voulu transformer en œuvre définitive. Il n'y a qu'à la reprendre et à la mettre au point. Tout ce que peut demander le capitaliste, c'est qu'on lui fournisse des moyens sûrs de renseignements. Hors de cela il doit être son seul maître. L'Etat n'a pas à se faire son mentor; c'est un rôle qui ne lui convient pas.

Le seul remède efficace réside, selon nous, dans la restauration d'une stabilité monétaire consacrée par la loi. Seule, la stabilisation légale du franc permettra au bas de laine français de se reconstituer, en s'investissant à nouveau, comme avant la guerre, dans des placements à revenus fixes, dont les fonds d'Etat français ou les obligations industrielles françaises lui offriront une gamme aussi riche que nuancée.

Quant à ceux des épargnants qui préfèrent courir la chance d'un rendement plus élevé, ils doivent savoir qu'ils acceptent, du même coup, en contre-partie, de s'exposer à certains risques. Ceux-là ne sont pas fondés à se plaindre quand ils subissent des pertes. En tout cas, ils ne rentrent pas dans la catégorie des épargnants auxquels l'Etat doit légitimement accorder sa sollicitude et ses conseils.

Nous voulons résumer nos conclusions par l'énoncé de trois vœux :

1° Que l'Etat maintienne, sans l'augmenter, ses pouvoirs de contrôle actuels sur le marché financier de Paris;

2° Que l'Etat traite le marché financier de Paris, au point de vue matériel et surtout au point de vue *moral*, comme le grand centre d'action économique de la nation, appelé à redevenir, avec le temps un grand marché financier du monde;

3° Que l'Etat, dans la mesure où il désire venir en aide à l'Épargne, lui rende la stabilité monétaire officielle et qu'il s'imprègne de cette vérité que c'est, faute de cette stabilité, que l'épargne française a rompu depuis quelques années avec ses traditions de sagesse qui ont si utilement contribué, jusqu'en 1914, à forger la puissante armature financière de la France.

Vu : *Le Président,*

GERMAIN-MARTIN.

Vu : *Le Doyen,*

H. BERTHÉLEMY.

Vu et permis d'imprimer :

Le Recteur de l'Académie de Paris,

CHARLETY.

BIBLIOGRAPHIE

- ARBOUX. — Les valeurs mobilières étrangères sur le marché français. — Thèse Paris, 1913.
- AUBRY. — L'admission à la cote des valeurs étrangères. — Thèse Paris, 1912.
- BARRÉ. — Le développement des valeurs mobilières en France depuis 1900. — Thèse Paris, 1912.
- BEQUÉ. — L'internationalisation des capitaux. — Thèse Montpellier, 1912.
- BOISSIÈRE. — La Compagnie des Agents des change et le marché officiel à la Bourse de Paris. — Thèse Paris, 1908.
- BOUDON. — La Bourse et ses hôtes.
- BUCHÈRE. — Traité des opérations de Bourse.
- BUREAU. — La crise bancaire en 1921-1923. — Thèse Paris, 1923.
- COFFINIÈRES. — De la Bourse et ses spéculations sur les effets publics.
- DEVILLE. — Les crises de la Bourse de Paris (1870-1910). — Thèse Paris, 1911.
- FÉLIX. — Le revenu des valeurs mobilières françaises et étrangères en France à la veille de la guerre et aujourd'hui (1913-1921). — Thèse Paris, 1923.
- GERMAIN-MARTIN. — Les problèmes du crédit en France.
- GIDE. — Cours d'Economie Politique.
- GUILLAUME. — L'épargne française et les valeurs mobilières étrangères. — Thèse Paris, 1907.
- GUILLEMOT. — La spéculation financière. — Thèse Paris, 1906.
- JÈZE. — Cours de science et de législation financière.
- LAPORTE (DE). — La Chambre Syndicale des Agents de change de Paris. — Thèse Paris, 1913.

LESCURE. — L'épargne en France.

NEYMARCK. — La statistique internationale des valeurs mobilières.
Nouvelle évaluation du capital et du revenu des valeurs mobilières en France.

OULMANN. — De l'étendue du monopole des agents de change et de la réorganisation du marché financier. — Thèse Paris, 1902.

PAILLARD. — Les grands marchés financiers.

PÉRIÉ. — Admission des valeurs à la cote de la Bourse de Paris.
— Thèse Montpellier, 1915.

RENOU. — Les valeurs mobilières étrangères. — Thèse Paris, 1906.

RESTANY. — Le problème des capitaux dans les colonies françaises.
— Thèse Paris, 1924.

RIBIÈRE. — De l'admission à la cote dans les Bourses françaises de valeurs. — Thèse Paris, 1913.

THALLER. — Syndicats financiers d'émission. — Annales de Droit commercial.

YOVOVITCH. — Les valeurs mobilières étrangères à la Bourse de Paris. — Thèse Paris, 1918.

Association nationale des porteurs français de valeurs mobilières.
Congrès international des valeurs mobilières. — Paris 1900.

Débats parlementaires. Chambre et Sénat.

Documents parlementaires.

Economiste européen.

Economiste français.

L'Information.

Journal des Economistes.

Manuel des Agents de change.

Moniteur des Intérêts matériels.

TABLE DES MATIÈRES

INTRODUCTION.	7
-----------------------	---

CHAPITRE PREMIER

Exposé historique

SECTION I. — Période comprise entre 1304 et la Révolution..	11
SECTION II. — Période révolutionnaire	26
SECTION III. — De 1799 à 1890	37

CHAPITRE II

Rôle économique des Valeurs mobilières et Organisation du Marché financier de Paris

SECTION I. — Intérêt économique du marché des valeurs mobilières.	44
SECTION II. — Statistique	58
SECTION III. — Le marché financier de Paris	67
SECTION IV. — Section des affaires financières de la Seine et Commissaire de Police de la Bourse	90

CHAPITRE III

Le Contrôle des Pouvoirs Publics sur le Marché des Valeurs Françaises et Etrangères

SECTION I. — L'avant-guerre.

La loi du 30 janvier 1907.....	96
Valeurs françaises.....	109
Valeurs étrangères.....	112

SECTION II. — La législation pendant la guerre 1914-1918.

— La loi du 31 mai 1916.....	122
------------------------------	-----

SECTION III. — L'après-guerre.

Retour, en principe, au *statu quo ante bellum*, pour les valeurs françaises.

Maintien d'un régime restrictif pour les valeurs étrangères.....	131
--	-----

SECTION IV. — La question de l'admission des valeurs coloniales.....

137

CONCLUSIONS.....	155
------------------	-----

BIBLIOGRAPHIE.....	167
--------------------	-----
